

La
Politique Anglaise
d'assainissement monétaire

(1918-1922)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 3 mars 1923

PAR

GEORGE-EDGAR BONNET

Président : M. Ch. RIST.

Suffragants { MM. PERREAU.
DOLLÉANS.

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

LÉON TENIN, Directeur

22, rue Soufflot, PARIS, 5^e Arr^t

1923

La Politique Anglaise
d'assainissement monétaire (1918-1922)



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547513_0073

La
Politique Anglaise
d'assainissement monétaire

(1918-1922)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 3 mars 1923

PAR

GEORGE-EDGAR BONNET

Président : M. Ch. RIST.

Suffragants { MM. PERREAU.
DOLLÉANS.

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

LÉON TENIN, Directeur

22, rue Soufflot, PARIS, 5^e Arr^t

1923

UNIVERSITÉ DE PARIS

FACULTÉ DE DROIT

THÈSE DE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

La politique monétaire est actuellement à l'ordre du jour dans tous les pays du monde. Les désordres qui ont, pendant et après la guerre, accompagné le développement anormal de la circulation fiduciaire, puis les maux économiques qui ont généralement coïncidé avec l'arrêt de ce développement, ont, les uns comme les autres, amené au premier plan des préoccupations nationales et internationales les problèmes monétaires. Il nous a paru particulièrement intéressant d'exposer d'une manière objective l'une des politiques monétaires suivies depuis l'armistice, l'une des plus systématiques, et par conséquent des plus significatives ; d'analyser les principes théoriques qui l'ont inspirée et de chercher à la lumière des faits quelles en ont été les conséquences. Peut-être les enseignements ainsi obtenus ne seront-ils pas sans quelque utilité.

Si l'on peut admettre à l'heure présente que le procès de l'*inflation* est définitivement jugé, il n'en va pas de même de celui de la *déflation*. S'il y a encore des inflationnistes, du moins n'y en a-t-il

guère d'avoués ; ceux qui subsistent se déguisent et pourraient être qualifiés de « honteux ». Aujourd'hui la défense de l'inflation est indirecte ; elle prend ordinairement la forme d'une attaque contre la déflation, qu'on accuse volontiers de provoquer autant de maux, ou davantage, que son contraire. Si l'opinion publique, la presse et les politiciens ne peuvent plus nier que les événements aient justifié toute la théorie depuis longtemps formulée en matière d'inflation par la plus décriée des sciences, l'économie politique, ils tentent de prendre leur revanche contre cette dernière, sur le terrain de la déflation.

Sans supposer le problème résolu par avance dans un sens ou dans un autre, examinons les faits, rapprochons-les des théories et voyons dans quelle mesure celles-ci s'en trouvent confirmées ou démenties.

Si abondante qu'ait été, depuis quelques années, la littérature économique traitant de pareils sujets, il subsiste encore assez d'écailles sur bien des yeux pour qu'il soit excusable de procéder à une étude nouvelle, aussi précise que possible, du problème monétaire tel qu'il s'est présenté et tel qu'il a été résolu dans un des grands pays d'Europe.

Avant d'aborder notre sujet, nous croyons devoir, d'une part, indiquer brièvement les limites que nous nous imposerons ; d'autre part, préciser le sens que nous donnerons à certains termes essentiels qu'il ne nous paraît pas superflu, en présence de bien des interprétations vagues ou divergentes, de préciser quelque peu.

L'étude d'une politique monétaire serait, si l'on se proposait de l'épuiser et de traiter de toutes les

questions auxquelles elle se trouve intimement liée, d'une excessive étendue. La politique monétaire est en effet conditionnée par toute la politique financière et fiscale, qui dépend elle-même de la politique générale dont elle fait partie intégrante ; sur cette politique générale, elle réagit à son tour directement.

Elle est par ailleurs une conséquence et une cause de la situation économique générale.

Enfin elle comporte un double caractère — à la fois public et privé — : la politique monétaire est en premier lieu celle de l'État, maître de l'étalon monétaire, auquel il donne cours légal ou cours forcé et qu'il peut à volonté, s'il renonce à l'étalon métallique, restreindre ou multiplier par des procédés divers. D'un autre côté, la politique monétaire, c'est celle des banques ; non pas seulement de la Banque nationale ou centrale, dont les liens avec l'État sont étroits et dont le rôle est capital, mais encore celle des banques privées. Si c'est la Banque centrale qui souvent émet le papier-monnaie, qui fait directement à l'État certaines avances, qui fixe les taux d'escompte et d'intérêt régissant le marché monétaire, les banques privées, elles aussi, par la faculté qu'elles ont dans une mesure plus ou moins grande de créer du crédit, agissent d'une façon directe et puissante sur l'importance des moyens de paiement, c'est-à-dire du pouvoir d'achat, mis à la disposition du public. Toutes les questions, et elles sont nombreuses, se rattachant à l'organisation bancaire se trouvent ainsi rentrer dans le cadre d'une étude politique monétaire, s'y ajoutant à celles auxquelles nous venons de faire allusion.

Notre intention n'est pas de parcourir un aussi vaste terrain (1). L'objet plus spécial de la présente étude, qui demeurera, croyons-nous, suffisamment large, est d'examiner la situation monétaire dans laquelle se trouvait l'Angleterre à l'issue du conflit européen ; les causes et les effets de cette situation ; les voies diverses qui s'ouvraient pour en sortir et les différentes solutions théoriques du problème ; la ligne de conduite adoptée en principe et la manière dont en fait elle a été suivie ; les critiques dont elle a été l'objet et les maux qu'on lui a imputés ; enfin les conséquences réelles qu'elle nous paraît avoir eues.

En d'autres termes, nous montrerons comment la guerre ayant été en grande partie financée par l'inflation fiduciaire, et celle-ci ayant naturellement été accompagnée de son habituel cortège de fléaux, l'Angleterre a, peu après l'armistice, décidé de renoncer à ce système et de pratiquer une politique de déflation ; nous indiquerons dans quelle mesure et par quels moyens cette politique a été appliquée, et quels effets en sont résultés.

C'est donc avant tout l'étude de la déflation en Angleterre que nous nous proposons de faire.

Notre première préoccupation sera de définir ce que l'on doit, à notre avis, entendre par ces mots, entrés brusquement dans la langue française pour y jouer à l'heure actuelle un rôle si important : *infla-*

(1) Nous laisserons notamment de côté d'une façon complète le problème qui s'est posé concernant les rapports d'ordre monétaire entre l'Angleterre et les Indes ; ce problème, très différent de ceux que nous étudions, exigerait à lui seul un volume.

tion et *déflation*. Ces mots sont si fréquemment utilisés aujourd'hui que leur définition peut à première vue paraître superflue. Cependant les interprétations qu'on donne en sont souvent assez diverses, assez vagues, voire assez inexactes, pour que quelques précisions n'apparaissent point, tout compte fait, comme inutiles.

Nous appellerons *inflation* l'accroissement, relativement à la masse des produits (marchandises ou services) achetable par une collectivité donnée, de la masse du pouvoir nominal d'achat dont dispose cette même collectivité.

Par quoi est constitué un pouvoir d'achat ?

a) Par un produit. Les produits s'achètent par des produits, dit J.-B. Say dans des pages justement célèbres. Mais bien entendu, par définition même, l'accroissement du pouvoir d'achat constitué par un produit ne peut jamais constituer de l'inflation, puisqu'alors l'augmentation du pouvoir d'achat a pour contre-partie une augmentation identiquement équivalente de la masse des produits achetable.

b) Par un instrument de paiement, *bon pour produit*, d'une valeur nominale fixe ; c'est-à-dire : 1° par la monnaie proprement dite, espèces métalliques ou monnaie de papier ayant cours légal, ou même cours forcé ; et 2° par tout papier — chèque ou billet — donnant à tout moment droit immédiat, sur simple présentation, à un nombre fixe d'unités monétaires ayant cours légal.

En disant que l'inflation consiste en l'accroissement du pouvoir nominal d'achat relativement à la

masse des produits, nous impliquons par conséquent qu'elle ne consiste que dans l'accroissement des moyens de paiement déterminés comme il vient d'être dit.

Par *déflation* nous entendrons tout naturellement et très exactement le contraire de ce que nous avons entendu par inflation, savoir la diminution de la masse du pouvoir nominal d'achat d'une collectivité relativement à la masse des produits achatables, ou, ce qui revient au même, la diminution, relativement à la masse des produits, de la masse des instruments de paiement, définis comme ci-dessus, mis à la disposition de cette collectivité.

Inflation et déflation étant par conséquent la variation d'un rapport, il s'ensuit que cette variation peut résulter de l'accroissement ou de la réduction de l'un quelconque des deux termes en présence : moyens de paiement, produits.

Il peut se faire — et il se fait effectivement — que des instruments monétaires une fois créés et mis à la disposition du public soient, sous une forme ou sous une autre, retirés d'une manière plus ou moins temporaire de la circulation. C'est ce qui a lieu, par exemple, en cas de thésaurisation ou de mise en réserve par une banque. Il convient alors, pour se rendre un compte exact de la nature des phénomènes, d'opérer une distinction, suivant que l'instrument de paiement demeure à la libre disposition éventuelle du public ou qu'au contraire il lui est retiré pour être conservé au seul pouvoir d'une banque centrale ou d'un Gouvernement. Dans ce dernier cas seul, il est légitime de ne pas faire figurer le moyen de paiement

en question dans la masse du pouvoir d'achat et de ne pas le faire entrer en ligne de compte pour le calcul de l'inflation ou de la déflation. Dans le premier cas, au contraire, le moyen de paiement, bien que retenu, thésaurisé ou inemployé, fait indiscutablement partie de la masse du pouvoir d'achat disponible ; pour être inactif, il n'en existe pas moins, et le calcul doit en tenir compte. C'est ce qui explique qu'il puisse y avoir inflation, sans que — pendant un temps plus ou moins long — les effets s'en manifestent : il y a alors une inflation que nous qualifierons de *temporairement inopérante*. De même une inflation *opérante* peut un jour cesser de l'être : les résultats de cette cessation sont identiques à ceux d'une déflation. La situation est cependant différente dans l'un et l'autre cas : c'est un point, comme on le verra par la suite, qu'il importe de ne pas perdre de vue.

Encore une fois ces précisions pourront, à quelques-uns, paraître superflues. Mais les innombrables discussions qui ont eu lieu par la plume et par la parole au sujet de l'inflation, de sa nature et de ses conséquences, ont assez prouvé que le public, et même quelques représentants d'une élite spécialisée, entendaient ce mot de bien des façons diverses. Les uns ne regardent comme inflation que la multiplication des instruments de paiement effectivement utilisés. D'autres n'y voient que l'accroissement de la circulation fiduciaire non gagée par de l'or. Certains appellent de ce nom toute augmentation absolue des signes monétaires sans se demander s'il n'y a pas une augmentation corrélative des produits achatables. D'autres enfin, plus ignorants encore, considèrent

comme constituant de l'inflation la seule multiplication des billets de banque et n'aperçoivent pas que l'abondance inusitée de l'or ou des dépôts en compte courant jouent exactement le même rôle. Ce n'est pas seulement par une foule peu avertie de ces matières techniques que l'on voit commettre de telles erreurs.

Et si la confusion est grande à l'égard de l'inflation, combien elle l'est davantage encore en ce qui concerne la déflation, dont le mécanisme est généralement plus complexe.

Sans doute, si la plupart des controverses, qui ont eu lieu sur ces sujets, avaient été précédées d'une analyse plus serrée de la valeur des termes, bien des confusions théoriques, voire certaines fautes de réalisation pratique, eussent pu être évitées.

La Politique Anglaise

d'assainissement monétaire (1918-1922)

CHAPITRE PREMIER

Le régime et le marché monétaire anglais. Leur bouleversement pendant la guerre et la situation monétaire au moment de l'armistice.

Chacun sait que le régime monétaire anglais, en temps normal, est celui de l'étalon d'or. Le Royaume-Uni est même assez généralement regardé comme le prototype du pays à *gold standard*. Ce qui naturellement ne signifie pas que l'or constitue l'unique, ni même le principal instrument de la circulation monétaire ; et pas davantage qu'il soit, à proprement parler, seul à servir d'unité de mesure des valeurs, c'est-à-dire à déterminer les prix. Nul n'ignore que, bien au contraire, l'or, même avant 1914, ne circulait en Angleterre que dans une proportion relativement très faible : on estime habituellement à 97 % le volume des transactions effectuées à l'aide d'autres moyens de paiement (1). En dépit du développement

(1) Voir notamment les statistiques publiées en 1910 par la Commission monétaire des Etats-Unis d'Amérique.

considérable des affaires, la quantité d'or existant avant la guerre, soit dans les banques (Banque d'Angleterre exclue), soit dans le public anglais, n'est évaluée qu'à 123 millions de livres sterling (1). Si l'on ajoute à ce chiffre celui de l'or en réserve à la Banque d'Angleterre, on arrive au total de 158 millions de livres, qui apparaît comme singulièrement réduit si on le rapproche des évaluations comparables faites pour la plupart des autres nations.

C'est que sur cette base, étroite mais solide, de l'or, l'Angleterre avait édifié une vaste superstructure de crédit : c'est-à-dire que l'immense majorité des transactions se réglaient, non par la remise d'espèces métalliques, mais par le simple transfert du débiteur au créancier, d'un papier donnant droit à l'obtention immédiate d'une quantité déterminée de métal précieux. Ce papier consistait en une promesse, émanant d'un signataire inspirant confiance, de payer au détenteur une somme donnée de monnaie légale. Or celle-ci n'était constituée que par de l'or, ou par des billets de banque transformables en or à la seule demande du détenteur. Tout instrument de crédit, servant de par le consentement général à la liquidation des dettes, était en fin de compte convertible en or ; aucun doute n'existait sur la possibilité de cette conversion et aucun obstacle ne s'opposait jamais aux demandes individuelles d'échange — encore que, bien entendu, une conversion générale, si elle eût été sollicitée, n'eût pas été réalisable. C'est cette converti-

(1) Statistiques de la Conférence financière de Bruxelles, 1920.

bilité qui permettait à juste titre de regarder le régime monétaire anglais comme le type même du système à étalon d'or.

En fait, il était très rarement fait appel à la conversion ; il s'ensuivait que la masse d'instruments de crédit — billets de banque et surtout chèques — se superposant à la quantité existante d'or, était considérable. Chacun de ces instruments de crédit, accepté communément par tout créancier, constituait un pouvoir d'achat, ajoutant à la demande des produits, et, par suite, agissant sur les prix dans le sens de la hausse. L'or n'était donc pas à lui seul l'unité de mesure des valeurs : et, à cet égard, l'expression d'étalon d'or, pour caractériser le système monétaire anglais, est dans une certaine mesure inexacte.

Le volume du crédit susceptible d'être ainsi échafaudé sur une base donnée d'or n'est évidemment pas fixe. Il dépend de nombreux facteurs parmi lesquels l'état d'esprit, la confiance, surtout les habitudes du public jouent un rôle prépondérant ; il dépend encore de la situation générale du commerce et de l'industrie. Mais c'est une erreur trop souvent commise que de croire ce volume illimité. Si le crédit raisonnable est un bien, s'il est la condition essentielle du développement des affaires modernes, la création excessive d'instruments de crédit est au contraire extrêmement dangereuse et aboutit le plus souvent à la catastrophe économique. Contre ce danger, le régime de l'étalon d'or présente, et c'est un de ses mérites, de sérieuses garanties. La nécessité pour les banques créatrices de crédit d'assurer la convertibilité d'une fraction — expérimentalement déterminée — de leurs

engagements, met un frein aux excès qu'elles pourraient commettre. Il n'en reste pas moins qu'un édifice fiduciaire d'aussi importantes dimensions, reposant sur une assise aussi réduite, doit forcément en une époque de crise prêter dangereusement le flanc à l'orage et risquer l'effondrement.

Jamais, peut-être, ces effets ne se sont davantage manifestés que pendant les jours qui ont immédiatement précédé et suivi la déclaration de guerre en 1914. Pour en faire saisir toute l'importance, quelques indications rapides sur le fonctionnement du marché monétaire anglais paraissent indispensables. Aussi bien ce sont les difficultés dans lesquelles les brusques événements de 1914 ont plongé ce marché et les mesures prises pour lui venir en aide, qui ont été la cause initiale de l'émission de papier dont l'abus a ultérieurement contribué à bouleverser le régime monétaire et par suite les conditions économiques et sociales en Angleterre. C'est d'autre part le désir très affirmé de rétablir ce marché dans sa condition d'avant-guerre qui a été l'un des facteurs déterminants de la politique monétaire suivie depuis l'armistice par le Gouvernement britannique et par la Cité de Londres.

Rappelons que le marché monétaire est celui sur lequel s'effectuent les opérations d'emprunts et de prêts à court terme. Les emprunteurs sont tantôt des particuliers — négociants, industriels, spéculateurs — ou — le plus souvent — professionnels qui utilisent eux-mêmes à d'autres opérations financières les fonds qu'ils empruntent ; tantôt des collectivités, État britannique, Gouvernement indien, ou Gouver-

nements étrangers en quête de ressources temporaires. Les prêteurs sont les banquiers. Les fonds prêtés sont ceux que les banques — qui les tiennent généralement de leurs déposants — estiment ne pas pouvoir placer à long terme, de manière à se ménager constamment les disponibilités nécessaires pour faire face à leurs engagements.

L'importance du marché ainsi défini est, en Angleterre, beaucoup plus grande que partout ailleurs, par suite, non seulement de l'énorme volume d'affaires qui, dans ce pays, s'effectue au moyen du crédit, mais aussi de la situation exceptionnelle de Londres comme centre financier mondial. Examinons-en rapidement les principaux organes (1).

C'est en premier lieu la Banque d'Angleterre.

La Banque d'Angleterre est régie, depuis 1844, par l'Act fameux désigné souvent d'après le nom du grand homme d'État qui en fut le principal auteur, R. Peel. En vertu de ce texte, légèrement amendé depuis, la Banque est autorisée à émettre des billets d'une part contre de l'or, d'autre part, et seulement jusqu'à concurrence d'une somme totale de £ 18.450.000, contre une couverture représentée par une créance sur l'État de £ 11.015.000, et par d'autres valeurs d'État. Elle est divisée comme on sait en deux départements : celui de *l'émission* qui détient l'or et les valeurs d'État servant de gage à l'émission et qui émet en contre-partie les billets qu'il remet au *département de la banque*. Elle est d'autre

(1) Voir H. WITHERS : *War and Lombard Street*. ; G. LACHAPPELLE : *Les Finances britanniques*.

part tenue à la fois d'acheter au prix de £ 3. 17. 9 l'once, toute quantité d'or en lingot qui lui est offerte, et de rembourser à vue en or tout billet, émis par elle, qui lui est présenté.

La préoccupation dominante des auteurs de cet Act était, on le voit, d'assurer la convertibilité intégrale du billet de la Banque et par là même de mettre un frein aux émissions excessives de monnaie fiduciaire. Si la création des instruments de crédit avait été, comme le voulait, à n'en pas douter, l'Act de Peel, soumise entièrement à l'action de ce frein puissant, il en fut résulté une limitation draconienne au développement du crédit — ce qui eût satisfait aux règles de la prudence absolue, mais eût fâcheusement entravé l'extension des affaires industrielles et commerciales.

En vérité, on avait prétendu imposer à la circulation fiduciaire une limite infranchissable, ou du moins n'autoriser l'expansion de cette circulation que dans la mesure où s'accroissait le stock d'or de la Banque, c'est-à-dire dans une mesure relativement très faible. Mais on n'avait, en premier lieu, pas pensé à l'importance que devaient prendre les dépôts effectués à la Banque d'Angleterre, dépôts qui, aussi bien que les billets émis, doivent être à vue transformables en or. Pour saisir à quel point l'existence de ces dépôts rompt l'équilibre prévu entre le stock d'or et le montant des billets circulant, il suffit de constater qu'en juillet 1914, les dépôts à la Banque d'Angleterre autres que ceux de l'État, se chiffraient par 54 millions 1/2 de livres; ceux de l'État, par 17 millions de livres; que le montant des billets émis s'élevait à 29 millions 3/4; et qu'enfin le stock d'or total —

dans les deux départements — n'atteignait qu'à peine 40 millions.

Mais ceci est encore peu de chose. La rigidité même des conditions d'émission du billet de banque a amené les établissements financiers, pour répondre aux besoins du commerce et de l'industrie, à chercher d'autres moyens, et à forger d'autres instruments de crédit. De là les ouvertures de comptes-courants sur lesquels on tire par chèque et qui eurent vite fait de donner au système monétaire une élasticité que les statuts de la Banque ne prévoyaient pas. La création d'une masse considérable de moyens de paiement échappe ainsi au contrôle direct auquel sont soumises les émissions de billets de banque. Ce qui ne veut pas dire, nous l'avons indiqué déjà, qu'elle ne soit en fait limitée par la prudence des banquiers, tenus en haleine par la nécessité de pouvoir à tout moment convertir en espèces une proportion donnée de leurs dépôts.

Les organismes qui, en Angleterre, interviennent dans la création ou le maniement du crédit (exception faite de la Banque d'Angleterre) comprennent en première ligne le bloc imposant des *Joint Stock Banks*. Ce sont les banques de dépôt, dont le rôle consiste essentiellement à drainer les ressources liquides du public, surtout à ouvrir à leurs clients des crédits immédiatement transformés en dépôts et à employer les fonds qu'elles détiennent en opérations à court terme. Il y a ensuite les sociétés — banques « privées » ou *trust companies* — qui se consacrent plus particulièrement aux opérations d'émission de titres, de placement de valeurs mobilières.

Les *discount houses*, comme leur nom l'indique, se spécialisent dans l'escompte du papier de commerce. Certaines maisons ont pour objet principal de leur activité l'*acceptation* des traites étrangères (1).

Une dernière catégorie constitue une caractéristique particulière du marché anglais : les banques ne font directement qu'une partie des opérations d'escompte ; la plupart de celles-ci sont effectuées par des intermédiaires — *bill brokers*, ou courtiers en traites — qui eux-mêmes opèrent au moyen des fonds qu'ils empruntent aux banques.

Les différents taux auxquels se font les opérations financières qui viennent d'être indiquées, jouent, cela va de soi, un rôle primordial dans la vie économique, non seulement de l'Angleterre, mais du monde entier.

Quels sont ces taux essentiels et comment réagissent-ils les uns sur les autres ? Le taux principal est celui de l'escompte par la Banque d'Angleterre, le *Bank rate*, qui, dans une mesure généralement décisive, détermine tous les autres, par le mécanisme que nous exposerons un peu plus loin. Les variations de taux de la Banque, en temps normal, sont dictées par la préoccupation de défendre l'encaisse-or de l'établissement central — encaisse qui, pour assurer la convertibilité des dépôts, ne doit pas descendre au-dessous d'un certain niveau proportionnel aux engagements. La hausse du taux provoque, en effet, l'afflux des capitaux étrangers en quête d'un emploi rémunérateur, amène ainsi la hausse du change national et réduit par conséquent les sorties d'or.

(1) Cf. E. SYKES. *Banking and Currency*.

Les sociétés de crédit escomptent naturellement le papier de commerce à un taux moindre que la Banque d'Angleterre, ce qui constitue un second taux pour le marché.

Un troisième est celui de l'intérêt que les banques consentent sur les dépôts qui leur sont confiés : il est généralement inférieur de 1 1/2 à 2 % au taux d'escompte de la Banque d'Angleterre. La marge existant entre les taux auxquels elles escomptent et l'intérêt qu'elles servent à leurs déposants représente pour les banques le bénéfice. Ces trois taux se trouvent ainsi étroitement liés.

Mais il existe sur le marché de Londres, et c'est une de ses particularités, un quatrième taux : c'est celui auquel les établissements de crédit prêtent aux *bill-brokers*. Dépendant comme les autres, dans une mesure plus ou moins grande, du Bank rate, il joue un rôle essentiel, car il régit à son tour directement le taux auquel les *bill-brokers* escomptent les traites commerciales, c'est-à-dire celui auquel s'effectue la grande majorité des opérations d'escompte (1).

L'interdépendance de ces divers taux, et particulièrement la dépendance des uns et des autres relativement à celui de la Banque, est plus grande sur le marché de Londres que sur la plupart des autres places. Elle l'était davantage encore autrefois (2). Les établissements de crédit, avant d'avoir atteint leur développement actuel, avaient constamment à se préoccuper des conditions de réescompte de leur porte-

(1) Cf. Ch. RIST. *Cours d'économie politique*, 1919-1920.

(2) Cf. Ch. RIST. *Ibid.*

feuille à la Banque Centrale ; le taux d'escompte de celle-ci influait alors d'une façon immédiate et décisive sur leurs opérations. Depuis un demi, surtout depuis un quart de siècle, les Joint Stock Banks ont à tel point étendu le volume de leurs dépôts, et par suite acquis une telle assiette et une telle puissance, qu'il arrive fréquemment qu'elles se trouvent en mesure, et qu'elles estiment avantageux de ne pas suivre l'impulsion donnée par la Banque d'Angleterre. La politique de fusion des grandes banques actuelles, pratiquée sur une large échelle au cours des vingt ou trente dernières années, accentuée encore au cours de la guerre, a grandement favorisé cette indépendance du marché monétaire relativement à la Banque Centrale. Les initiatives de celle-ci sont parfois ainsi paralysées, car l'effet d'une modification apportée au Bank'rate ne se produit naturellement que si la place toute entière suit les indications qu'elle reçoit. Aussi la Banque d'Angleterre use-t-elle quelquefois, pour affermir son contrôle sur le marché, d'un procédé consistant à emprunter aux banques une partie de leur encaisse à des conditions avantageuses pour elles : les disponibilités des établissements de crédit se trouvent diminuées et les conditions de leurs escomptes et prêts s'en ressentent. Le but poursuivi par la Banque est atteint.

Mais le marché monétaire de Londres ne se caractérise pas seulement par le rôle qu'y jouent les sociétés de dépôt et les bill-brokers ou par l'action précise qu'y exerce le taux d'escompte de la Banque. Ce qui, en effet, distingue tout particulièrement le marché monétaire anglais, et ce qui lui donne son relief excep-

tionnel, c'est l'immense développement de ses opérations internationales. Faute de saisir l'extrême importance de ce caractère mondial, on s'exposerait à ne pas comprendre les idées qui ont dominé, sur ce terrain, la politique britannique pendant et depuis la guerre. C'est un point essentiel sur lequel on ne saurait trop insister.

Londres était en quelque sorte, avant la guerre, ainsi qu'on l'a dit souvent, le *clearing house* de l'univers : c'est à Londres que se liquidait une fraction considérable des opérations du commerce international, et ceci parce qu'une traite sur Londres — un *sterling bill* — en était arrivée à être à peu près universellement regardée comme la monnaie internationale la plus pratique et la plus sûre. Il y avait à cela deux raisons. L'une était qu'aucune nation au monde ne faisait un commerce extérieur comparable de loin en importance à celui de la Grande-Bretagne. La seconde était que, seule entre toutes, pouvait-on dire, la place de Londres constituait un marché absolument libre de l'or, et qu'il était connu qu'une traite sur Londres acceptée par une maison de premier ordre était, sans doute ni réserve d'aucune sorte, dûment payable en or, au moment de son échéance. Aucun autre centre financier ne présentait effectivement de pareilles garanties. Même sur une place comme celle de Paris, jouissant du meilleur crédit et disposant d'un stock d'or suffisant pour inspirer toute confiance, on était exposé à ne pouvoir transformer une traite en or que moyennant une prime. On sait, en effet, que la loi française donnait à tout débiteur le droit de s'acquitter de sa dette en écus d'argent.

C'était là une faculté dont la Banque était parfois amenée à se prévaloir. Dans presque tous les autres pays, on trouvait au paiement intégral et immédiat des restrictions de fait ou de droit.

A Londres, rien de pareil, car on peut tenir pour négligeable l'utilisation que faisait la Banque d'Angleterre de ce que l'on appelait le *coin de l'or pour l'exportation*, c'est-à-dire la remise, pour leur valeur pleine, de monnaies étrangères légèrement usées. La certitude de son équivalence absolue avec l'or a donc, en même temps que son extrême commodité, fait de la traite sur Londres l'instrument habituel des échanges internationaux.

A côté des traites commerciales tirées contre des produits qui viennent ou, le plus souvent, ne viennent pas en Angleterre, grand nombre d'effets circulent qui ne sont tirés contre l'envoi d'aucune marchandise. Il y a ce qu'on appelle les *finance bills*, effets d'origine purement financière, tirés soit contre dépôts de valeurs mobilières, soit simplement contre la garantie résultant du crédit d'un tiré ou d'un avaliseur connu. Bien que plus dangereuses et prêtant à plus d'excès que les traites commerciales, ces traites financières « sont non seulement légitimes, mais indispensables » (1). Elles sont le complément nécessaire des premières. Celles-ci présentent en effet l'inconvénient de ne naître que d'une façon saisonnière. Les courants commerciaux qui leur donnent naissance ne sont pas continus ; ils se produisent, dans un sens ou dans l'autre, suivant l'importance des productions locales

(1) HARTLEY WITHERS. *War and Lombard Street*.

qui, en ce qui concerne surtout l'agriculture, varient forcément avec les époques de l'année.

Sans le secours des finance bills, on se trouverait à certaines époques en présence d'une masse considérable de traites commerciales dénuées de contrepartie : il en résulterait une action brutale et très fâcheuse sur les changes. L'intervention de papier d'origine purement financière évite un état de choses qui serait infiniment regrettable.

Ainsi, en acceptant sur la plus vaste échelle les traites commerciales ou financières tirées sur elle par le monde entier (1), la place de Londres était véritablement devenue, à la veille de la guerre, le banquier de toutes les autres nations commerciales et s'était acquis à cet égard une situation hors de pair, source à la fois de profits considérables et d'un prestige incontesté.

* * *

Que la guerre, éclatant brusquement, interrompant d'un coup le jeu normal des transactions et des

(1) Il n'est pas possible de chiffrer avec exactitude le montant des engagements pris par les banquiers de Londres à l'égard des négociants étrangers. Un chiffre, cependant, donné par une revue spéciale et cité par M. E. Sykes, secrétaire de l'Institut des Banquiers, dans son livre *Banking and Currency*, peut en donner une idée : le montant des acceptations, pour le compte des seules maisons allemandes et autrichiennes, était, en 1912, évalué à 70 millions de livres sterling, soit 1,750,000,000 de francs. D'autre part, dans son discours aux Communes, en novembre 1914, M. Lloyd George paraît avoir estimé l'ensemble des acceptations de traites par l'Angleterre de 350 à 500 millions de livres.

communications internationales, ait porté à un mécanisme d'autant plus délicat qu'il était plus complexe et plus perfectionné, une atteinte terrible, il est aisé de le concevoir.

Les maisons d'escompte et d'acception se trouvaient dans une situation grave : tenues, en qualité d'accepteur, de régler une quantité considérable de traites, elles étaient en revanche dans l'impossibilité de se faire payer par leurs débiteurs étrangers. Les sociétés de dépôt étaient, elles aussi, menacées, car les courtiers de change (bill brokers) dont elles étaient créancières, se trouvaient eux-mêmes hors d'état de récupérer leurs fonds et par suite de rembourser leurs propres dettes. L'insolvabilité des uns entraînait celle des autres. Le vaste édifice du crédit, ébranlé à la fois à l'intérieur et à l'extérieur, s'effondrait comme un château de cartes.

Le Gouvernement comprit qu'il ne pouvait laisser cette catastrophe se produire. Il se considéra comme d'autant plus justifié à intervenir que selon la parole même de M. Lloyd George, alors Chancelier de l'Echiquier, « cette sorte de faillite du crédit britannique n'était pas le moins du monde une faillite britannique ». L'état de choses qui se produisait était, en effet, dû à l'impossibilité où se trouvaient les établissements anglais de toucher les énormes sommes que leur devaient leurs clients étrangers. Dans bien des cas d'ailleurs, ceux-ci, même solvables et désireux de s'acquitter, étaient privés de tout moyen de le faire : les remises sur Londres étaient introuvables, les changes bouleversés, et il ne pouvait être question d'opérer, dans les circonstances régnantes, les

vastes envois d'or qui eussent été nécessaires. Un seul pays était alors créancier de l'Angleterre, c'était la France, qui retira à ce moment de Londres une assez importante quantité de métaux précieux. Cependant, les banques anglaises étaient assaillies par leurs déposants pris de peur. La maladresse de certains établissements qui — usant d'ailleurs de leurs droits — remboursèrent leurs clients autrement qu'en or, transforma bientôt en panique l'inquiétude du public. De son côté, le *Stock Exchange* était littéralement inondé d'offres de ventes venues de tous les coins du globe.

Des mesures exceptionnelles s'imposaient. Ce fut d'abord, dès le 31 juillet, la fermeture de la Bourse. Puis furent proclamés le moratorium des effets de commerce et le moratorium général, qui ne prit fin que le 4 novembre suivant. La même semaine, la suspension de l'Act régissant la Banque d'Angleterre fut prononcée. D'autre part un accord était conclu entre le Gouvernement et la Banque d'Angleterre, aux termes duquel cette dernière s'engageait à escompter, à son taux d'escompte habituel et sans recours contre le porteur, toute traite « approuvée » antérieurement au 4 août ; elle devait à l'échéance autoriser l'accepteur à différer le paiement moyennant un intérêt supérieur de 2 % au Bank rate. Mais la Banque était garantie par le Trésor contre toute perte pouvant résulter pour elle de ces opérations. C'était donc en définitive l'État qui assumait le risque.

Enfin, le 6 août, intervenait la mesure décisive qui prit le nom de loi sur la Circulation monétaire et les

billets de banque : *Currency and Bank-notes Act. 1914.*

La suspension du Bank Act, prononcée un peu auparavant, signifiait que la Banque était autorisée à émettre, en excès du chiffre fatidique de £ 18.450.000, des billets non gagés par de l'or. A vrai dire, la Banque ne se prévalut de cette faculté que pendant quelques jours : le 10 août, elle avait cessé de le faire. C'est que, précisément dans l'intervalle, le Currency and Bank-notes Act était venu autoriser la création d'un papier-monnaie d'État qui devait se superposer aux billets de la Banque d'Angleterre, et qui allait au cours de la guerre prendre une importance extrême.

Cette loi sur la circulation monétaire et sur les billets de banque est le texte fondamental sur lequel repose en grande partie la politique monétaire suivie durant la guerre. Il est particulièrement intéressant de noter qu'elle doit son origine, non au besoin qu'éprouvait l'État de se procurer des ressources anormales, mais à l'obligation où s'est trouvé le Gouvernement de venir en aide au marché financier de Londres, aux prises avec d'inextricables difficultés. C'est là un fait caractéristique.

Non pas, bien entendu, qu'aucune des mesures d'exception qui furent alors prises fût inspirée par le seul souci de tirer d'embarras un certain nombre d'établissements financiers ; mais il allait de soi que la déconfiture des banques eût exercé sur le public une répercussion directe et désastreuse ; d'autre part, l'insolvabilité des maisons d'acceptation eut porté un coup néfaste au commerce extérieur de la Grande-Bretagne et au crédit jusqu'alors universel de la Cité de Londres, capitale monétaire du monde. Le grand dis-

cours que prononça M. Lloyd George, le 27 novembre 1914, pour s'expliquer sur les dispositions adoptées durant les premiers jours de la crise, ne laisse aucun doute sur la nature des inquiétudes qui dictèrent au Gouvernement son attitude. Le souci de maintenir intacte la situation prépondérante de la place de Londres est la clef de la politique monétaire britannique. Cette préoccupation dominante s'accompagnait forcément de celle d'assurer la solvabilité de toutes les sociétés financières ; de celle aussi de sauvegarder la stabilité des changes, ce qui constitue précisément un des rôles essentiels de la Banque d'Angleterre.

Par là s'explique la conception qui prévalut en Angleterre, — conception assez différente de celle qui régna chez les autres puissances belligérantes — du rôle de la Banque Centrale en tant qu'instrument de guerre. Le premier mouvement avait été, comme il était assez naturel, en présence de circonstances aussi graves, de suspendre la loi bancaire, permettant ainsi l'émission de billets au delà de la limite légale. Le Gouvernement en prit la responsabilité dès le 1^{er} août, y mettant seulement, en vertu d'errements traditionnels assez malencontreusement ressuscités, la condition que le taux de l'escompte serait porté à 10 %. Le Currency and Bank notes Act du 6 août sanctionne cette suspension. Mais on se rendit rapidement compte des inconvénients qu'entraînerait une émission illimitée de billets de la Banque en ce qui concernait les deux points considérés comme essentiels : la convertibilité en or du billet et la dépréciation du change. Aussi renonça-t-on presque immédiatement à cette

faculté accordée à la Banque, pour recourir à une méthode qu'on jugeait de meilleure apparence : savoir, à l'émission directe de papier-monnaie par le Gouvernement.

Le crédit de la Banque d'Angleterre, jusqu'alors identifié à celui du Royaume-Uni, demeurerait intact. On pensait que le crédit du pays bénéficierait de cette situation.

Devant la disparition subite de la monnaie métallique, la nécessité s'était tout de suite imposée de mettre en circulation, pour que pussent s'effectuer toutes les transactions quotidiennes de détail, une monnaie fiduciaire de coupures réduites, susceptibles de remplacer l'or que l'on voulait garder en réserve. (On commença même par donner force libératoire aux mandats-poste.)

Puisqu'on renonçait aux émissions de la Banque, il fallait pourvoir aux besoins de la population par la création de papier d'État. Le Currency and Bank-notes Act prévoyait en conséquence la création par la Trésorerie de ces billets d'États — dits *Currency notes*, ou *Treasury-notes* — qui devaient avoir cours dans le Royaume-Uni de la même manière, dans les mêmes conditions et aussi pleinement que les souverains et demi-souverains, et ce sans aucune limite de montant. Ces Currency notes étaient en principe convertibles en or, sans qu'aucune réserve fût spécifiée. En fait, on sait que la convertibilité était pratiquement impossible, comme elle l'est d'ailleurs encore. Pendant toute la guerre, on n'a eu en effet le droit ni d'exporter l'or, ni de le fondre, sous peine de répressions sévères. Quant à l'utilisation à l'inté-

rieur de l'Angleterre, elle est pratiquement, à défaut d'interdiction légale, prohibée par l'opinion publique, et ne conférerait d'ailleurs aucun avantage, puisque le billet a la même valeur libératoire que l'or.

Un mémorandum de la Trésorerie expliquait que « les Currency notes étaient remises par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, aux banquiers qui en auraient besoin jusqu'à concurrence d'un maximum ne dépassant pas pour chaque banque 20 % de ses dépôts et comptes courants. Le montant des billets ainsi remis à chaque banque était regardé comme une avance faite par la Trésorerie, portant intérêt, de jour à jour, au taux courant de la Banque d'Angleterre ».

L'objet de cet Act — d'une portée si considérable, puisqu'il révolutionnait en principe, et qu'il allait bouleverser en fait le régime monétaire jusqu'alors le plus sain, le plus stable, à certains égards le plus rigide — était donc clair. Il s'agissait bien, tout en défendant l'encaisse or de la Banque d'Angleterre, d'assurer les banques qu'elles ne manqueraient jamais des espèces nécessaires pour répondre aux besoins de leurs clients. Le peu d'importance relative des transactions opérées en espèces pouvait faire prévoir que les demandes des sociétés de crédit demeureraient en deçà de limites raisonnables. De fait, si l'on s'en était tenu à la seule destination primitive des Currency notes, ces derniers n'eussent pris qu'un très faible développement : M. Lloyd George déclarait dans son discours du 27 novembre 1914 que les banques n'avaient ainsi emprunté des billets au Trésor que pour 13 millions de livres, alors que l'importance de

leurs dépôts leur eût donné droit d'en prendre pour 225 millions.

Mais ce qui, au début, ne devait être qu'une monnaie temporaire de secours, ne tarda pas à être détourné de son but primitif pour devenir entre les mains du Gouvernement un moyen merveilleusement facile de financer la guerre. Et le Gouvernement ne se fit naturellement pas faute d'en user et d'en abuser. L'admirable simplicité d'un procédé dont les conséquences ne devaient se faire sentir qu'après coup suscitait une forte tentation ; l'immensité des dépenses auxquelles il fallait faire face constituait, d'autre part, une excuse.

A vrai dire, ce ne fut pas, ou du moins presque pas, par la fabrication pure et simple de ce papier-monnaie que l'État paya directement ses dépenses de guerre. Alors que dans la plupart des pays belligérants l'Etat se procura de l'argent en empruntant des billets à la Banque centrale, le mécanisme utilisé en Angleterre fut un peu plus complexe. Les Currency notes y jouaient bien un rôle essentiel, mais non toutefois le premier, ni dans l'ordre de l'importance, ni dans l'ordre chronologique.

* * *

Par quoi se sont chiffrées les dépenses de guerre anglaises et comment les a-t-on soldées ?

Du 1^{er} août 1914 au 31 mars 1919 (1), les dépenses

(1) On sait que l'exercice financier en Angleterre se termine le 31 mars.

ont atteint 9.538 millions de livres (soit au pair 238 1/2 milliards de francs environ). Les recettes se sont élevées à 2.678 millions de livres (67 milliards de francs).

Le déficit a donc été égal à 6.860 millions de livres (171 1/2 milliards de francs) (1). Il a été couvert par l'emprunt, soit à long terme, soit à court terme. La dette nationale totale était, au 1^{er} août 1914, de £ 710.500.000. Au 31 mars 1919, elle était montée à £ 7.482.000.000. L'augmentation atteignait donc en nombre rond le chiffre formidable de £ 6.800.000.000, à peu près exactement identique à celui du déficit. Le tableau page 22, établi d'après les chiffres publiés périodiquement par l'*Economist*, indique les fluctuations des divers éléments constitutifs de la dette de 1913 à 1922 et permet en même temps de constater comment s'est multiplié le nombre même de ces éléments.

A vrai dire, on éprouve des difficultés beaucoup plus grandes pour l'Angleterre que pour la France à se rendre un compte exact de l'importance relative des divers moyens employés pour financer la guerre. S'il est facile de voir la proportion des dépenses couvertes par les recettes budgétaires, presque entièrement fournies par l'impôt, c'est-à-dire par des prélèvements définitifs opérés sur les ressources des contribuables, il est moins aisé de comprendre la signification réelle des chiffres exprimant la part des dépenses supportées par l'emprunt.

Le tableau page 23. indique quelle a été la progression depuis 1913 des recettes budgétaires dont

(1) Voir G. LACHAPPELLE, *Les finances britanniques*, 1920.

DETTE	MILLIONS DE LIVRES									
	1 ^{er} 8/1914	31 3/15	31 3/16	31 3/17	31 3/18	31 3/19	31 3/20	31 3/21	31 3/22	
Consolidés	588	584	318	318	318	318	315	315	315	
Annuités terminables	30	28	26	24	22	22	19	18	16	
Emprunt de guerre 3 1/2 %		349	63	63	63	63	63	63	63	
— 4 1/2 %			900	20	16	14	13	13	13	
— 4 et 5 %				1.962	2.091	2.068	2.040	1.995	1.953	
Obligations nationales de guerre					649	1.636	1.476	1.413	1.201	
Emprunt de consolidation 4 %							409	405	401	
Obligations de la Victoire 4 %							357	348	335	
Emprunt de consolidation 3 1/2 %									266	
Obligations du Trésor de 5 à 15 ans								23	24	
— 5 1/2 %									381	
— 5 %									48	
Bons du Trésor	15	77	566	464	961	957	1.107	1.121	878	
Obligations de l'Echiquier	20	67	177	320	392	384	319	289	185	
Certificats d'épargne nationale			1	74	138	227	274	285	342	
Certificats d'économies de guerre				24	23					
Autres dettes			9	317	944	1.241	1.181	1.132	1.087	
Emprunt américain			51	51	51	51	51			
Avances temporaires	1		20	217	204	455	205	154	147	
Autres dettes en capital	57	57	57	53	49	46	47	49	66	
TOTAL	711	1.162	2.188	3.907	5.921	7.482	7.876	7.623	7.721	

Dette extérieure au 31 mars 1920 (Conférence de Bruxelles) : au pair : £ 1.278.700.000 (dont 917 millions aux Etats-Unis) ;
 au change (1^{er} 10/20) : £ 1.723.900.000 (dont 1.286 millions aux Etats-Unis).
 Intérêts sur dette nationale, 1913-1914 : £ 19.300.000 ; 1919-1920 : £ 345.000.000, soit + 1.690 %.
 Prêts de guerre de l'Angleterre au 31 mars 1920 : £ 1.844.159.000, et prêts de secours : £ 8.074.000.

Millions de Livres (1^{er} avril-31 mars)

	1913-1914	1914-1915	1915-1916	1916-1917	1917-1918	1918-1919	1919-1920	1920-1921	1921-1922
Douanes	35.0	38.6	59.6	70.5	71.2	102.7	149.3	134.0	130.0
Accise	39.5	42.3	61.2	56.3	38.7	59.4	133.6	199.7	194.2
Successions.	27.0	28.8	31.0	31.2	31.6	30.2	40.9	47.7	52.1
Timbres	9.9	7.5	6.7	7.8	8.3	12.4	22.5	26.5	29.6
Impôts sur les terres et les maisons	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
Impôts sur les revenus	47.0	69.3	128.3	205.0	239.5	291.1	359.1	394.1	398.8
Impôts sur les bénéfices de guerre	0	0	0.1	139.9	220.2	285.0	290.0	219.1	30.4
Postes		20.4	24.1	24.3	25.2	29.4	31.0	36.0	40.0
Télégraphes	30.8	3.0	3.3	3.3	3.5	3.8	13.1	13.1	15.9
Téléphones.		6.2	6.4	6.4	6.6	6.8			
Produit du domaine de la Couronne.	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.8
Intérêts de valeurs		1.2	2.4	8.0	6.0	11.5	14.9	30.7	13.8
Recettes diverses	3.8	5.9	9.7	16.5	52.1	52.3	Ord. 16 spéc. 264	25.0	26.0
Taxe sur valeur des terres.		0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	287.0	170.0
TOTAL.	196.2	226.7	336.2	572.9	706.7	888.4	1.338.2	1.416.1	1.104.2

la grosse masse est due à trois impôts : taxe sur les revenus (y compris la supertaxe instituée pendant la guerre), taxe sur les bénéfices de guerre et taxes douanières. Ces postes à eux seuls fournissaient en 1918-1919 plus des trois quarts des revenus totaux.

L'effort ainsi réalisé demeurerait cependant bien au-dessous de ce qu'il eût fallu pour éviter tout déficit. On eut donc recours à l'emprunt sous une multiplicité de formes : rentes à longs terme, obligations ou bons du Trésor, emprunts extérieurs, et emprunts temporaires de natures diverses.

Du point de vue monétaire auquel nous nous plaçons, ce qui importe est de savoir dans quelle mesure les sommes considérables obtenues par l'État au moyen de l'emprunt ont été réellement prélevées sur l'épargne collective — et de quelle manière.

Dès l'abord, l'énormité des chiffres enregistrés surprend. Que l'on veuille bien comparer le montant total de la dette de guerre — diminué de la fraction relativement faible que constituent les emprunts extérieurs — à la masse représentée au 31 décembre 1913 par les espèces métalliques en circulation, les billets en circulation, les dépôts en banque (1), c'est-à-dire à la masse des disponibilités à la disposition du public anglais. On constatera que ces disponibilités s'élevaient à un total de 1.238 millions de livres. Cepen-

(1) Or : 123 millions (Evaluation du Comité d'enquête sur la circulation monétaire et les changes, 1918, et de la Conférence de Bruxelles, 1920).

Billets des Banques d'Angleterre, d'Ecosse, d'Irlande : 45 millions (Bilans publiés par l'*Economist*).

Dépôts en banque : 1,070 millions (Conférence de Bruxelles).

dant les emprunts de guerre ont atteint 6.800 millions de livres. Pour obtenir un pareil résultat, il a évidemment fallu recourir à des procédés particuliers.

Lorsqu'un État emprunte à l'intérieur, trois voies lui sont ouvertes ; trois catégories de souscripteurs lui sont éventuellement accessibles. L'État peut s'adresser soit directement au public, soit aux sociétés de crédit, soit à la Banque Centrale. Et suivant la façon dont s'opère la souscription de chacune de ces catégories de prêteurs, les résultats sont extrêmement différents.

Premier cas. L'État emprunte au public.

Ou bien celui-ci prélève sur ses ressources pour en transférer une fraction plus ou moins forte à l'État. En ce cas, le pouvoir d'achat des individus se trouve diminué, tandis que celui de l'État est accru d'autant.

Ou bien le public emprunte lui-même à une banque pour souscrire et alors de deux choses l'une : ou la banque, pour effectuer le prêt, utilise ses propres fonds liquides, ce qui est rare ; ou elle ouvre simplement à son client un crédit, que celui-ci transfère à l'État. Auquel cas, il n'y a aucune réduction du pouvoir d'achat du client, alors qu'il y a augmentation de celui de l'État.

Deuxième cas. L'État s'adresse directement à une banque ; celle-ci peut à son tour soit prélever sur ses ressources pour les transférer à l'État ; soit ouvrir un crédit dans ses comptes à l'État, et ici encore, il y a accroissement du pouvoir d'achat de l'État, sans réduction équivalente du pouvoir d'achat de la banque.

Troisième cas. L'État s'adresse purement et simplement à la Banque Centrale. Celle-ci peut lui remettre des billets qu'elle émet spécialement à cet effet — comme l'a fait la Banque de France. Ou bien elle inscrit dans ses livres un crédit au profit du Gouvernement, lequel tire au moyen de chèques sur le compte courant qui lui est ainsi ouvert. Dans ce cas, comme dans celui d'une banque ordinaire, il y a, non transfert, mais création de pouvoir d'achat : celui de l'État se trouve accru sans que celui de la Banque soit diminué.

Ainsi donc s'explique le fait que des sommes dont l'importance nous étonnait tout à l'heure aient été, en apparence au moyen de l'emprunt, mises à la disposition de l'État. Le Gouvernement anglais, pour obtenir ces sommes, s'est en effet très souvent adressé soit à la Banque d'Angleterre, soit aux banques particulières ; celles-ci ne transféraient pas leurs fonds mais ouvraient des crédits, c'est-à-dire fabriquaient des capacités nouvelles d'achat. Lorsque d'autre part l'État obtenait des souscriptions individuelles du public, il arrivait fréquemment que celui-ci s'adressât lui-même aux sociétés de dépôts qui, à l'aide encore d'ouvertures de crédit, lui fournissaient les moyens de souscrire. Dans tous ces cas, les prêts à l'État ne supposaient aucune réduction équivalente des disponibilités des prêteurs.

Cependant, dira-t-on, comment les banques pouvaient-elles, sans courir un grave danger, ouvrir ainsi dans de telles proportions des crédits directement ou indirectement mis à la disposition de l'État ? Un crédit ouvert donne à son titulaire le droit de tirer

des chèques sur son compte, c'est-à-dire de retirer des fonds jusqu'à concurrence du montant du crédit. Les sociétés de dépôts ne risquaient-elles pas de voir, par suite de ces tirages, leurs caisses se vider et toutes leurs ressources liquides s'évanouir ?

En fait, ce risque n'existait pas. Voici pourquoi.

Si le Gouvernement avait à faire usage des ressources mises à sa disposition par les banques, c'était pour payer les innombrables créanciers que la guerre lui avait naturellement valu et qui étaient principalement ses fournisseurs : entrepreneurs, constructeurs, vendeurs des marchandises nécessaires à la poursuite de la guerre. A tous ces fournisseurs, le Trésor remettait des chèques qu'il tirait sur son compte à la Banque *Public deposits*. A leur tour, ces créanciers adressaient les chèques à leur banque qui, d'une part, créditait du montant du chèque le compte du fournisseur et, d'autre part, touchait ce montant sous forme d'une addition à son compte à la Banque d'Angleterre *Other deposits*. Si bien qu'en fin d'opération, le crédit dont disposait le client de la banque s'était accru de la somme à lui versée par le Gouvernement ; tandis que, de son côté, l'établissement voyait augmenter son propre solde à la Banque d'Angleterre, reconstituant ainsi ses ressources momentanément diminuées lors de l'ouverture de crédit primitivement consentie.

Il y avait donc un constant mouvement de flux et de reflux ; les fonds mis par les sociétés financières à la disposition du Gouvernement leur revenaient régulièrement au bout d'un certain temps. Au surplus, la période pendant laquelle les réserves des

banques se trouvaient affaiblies, était franchie d'autant plus aisément que les versements aux emprunts d'État étaient toujours échelonnés. Si les souscriptions avaient dû être libérées en une seule fois, les réserves, étant donné l'importance habituelle des opérations, eussent effectivement risqué d'être épuisées. Aussi s'arrangeait-on pour n'appeler le second versement que lorsque les fonds consacrés au premier avaient eu le temps de refluer vers les banques. C'est ainsi, par exemple, que, pour l'emprunt 4 1/2 % 1915, les versements se sont effectués en huit fois, par quinzaine, entre le 20 juillet et le 26 octobre (1).

Lorsqu'il s'agissait d'emprunts à court terme — en bons du Trésor notamment — les réserves des sociétés de crédit n'étaient pas compromises, parce que les sommes hebdomadairement remises à l'État se trouvaient en partie compensées par les remboursements effectués par le Trésor.

Ainsi que l'a indiqué le Comité d'enquête sur la Circulation monétaire et les changes étrangers (octobre 1918), ce processus habituel d'ouvertures de crédit au profit de l'État a eu des résultats si considérables qu'il n'est pas inutile d'en exposer avec plus de détails le mécanisme.

Supposons qu'en une semaine donnée, le Gouvernement ait besoin de 10 millions de livres en excès du produit des impôts ou des emprunts réellement souscrits par le public. Il sollicite une avance de la Banque d'Angleterre, soit contre remise de bons du

(1) Voir HOLDEN : Discours à l'Assemblée générale de la London City and Midland Bank, 27-1-1917.

Trésor ou d'autres titres de rentes, soit sous forme d'une simple avance dite de *Voies et Moyens*. La Banque ajoute 10 millions à ses *Valeurs d'État*, et ouvre au Gouvernement un crédit d'égale somme qui accroît d'autant les *Dépôts publics*, c'est-à-dire ceux de l'État. Sur ces *dépôts publics*, le Gouvernement tire pour payer les 10 millions à ses créanciers qui font encaisser leurs chèques par leurs banques respectives; ainsi le crédit de 10 millions est transféré des *dépôts publics* aux *autres dépôts*, qui sont ceux des banques et des particuliers. L'effet d'ensemble de l'opération est donc d'une part que les disponibilités des sociétés de crédit à la Banque d'Angleterre, et d'autre part celles du public dans ces établissements de crédit ont les unes et les autres augmenté de 10 millions. Or les engagements des sociétés de crédit à l'égard de leurs déposants et leurs réserves en espèces ou à la Banque d'Angleterre ayant augmenté de la même somme, il en résulte que la proportion des secondes aux premiers se trouve fortifiée; les banques sont alors en mesure, soit de faire à leurs clients des avances beaucoup plus fortes, soit d'accroître leurs placements. C'est ce second procédé qui a le plus souvent été adopté : l'excédent des disponibilités des banques a été généralement consacré à la souscription aux bons du Trésor ou aux autres valeurs d'État. L'argent ainsi souscrit a été à son tour dépensé par l'État et s'en est retourné, comme il vient d'être indiqué, grossir les dépôts du public dans les sociétés de crédit, et les avoirs de celles-ci à la Banque d'Angleterre. Le processus se répète donc, et ainsi de suite, si bien que les 10 millions primitifs se trouvent avoir créé

de nouveaux dépôts représentant plusieurs fois cette somme (1).

Le résultat de ces opérations de crédit, multipliées comme on vient de le voir, est extrêmement clair : c'est la création au profit du public d'un énorme pouvoir d'achat nouveau. Comme à ce pouvoir d'achat ne correspondait pas un accroissement équivalent de la masse des produits achetable, il y avait, conformément à la définition que nous avons donnée tout au début de cette étude, une *inflation* considérable. Et dans toute la mesure où ce pouvoir d'achat répandu à travers le pays, venait sur le marché pour y constituer une demande additionnelle de marchandises ou de services, il y avait hausse des prix, par application pure et simple de la loi de l'offre et de la demande.

En temps normal, le processus de création de crédit que nous venons d'exposer se fut heurté à un obstacle capital. Sous un régime effectif d'étalon d'or les banques ne se font naturellement pas faute d'ouvrir des crédits à leurs clients. C'est une des branches essentielles de leur activité. Les avances qu'elles consentent sont une condition indispensable du développement de la production industrielle et de la répartition des produits. Mais si ces avances, en créant des pouvoirs d'achat, peuvent constituer de l'inflation, celle-ci est restreinte et temporaire. Restreinte, parce qu'en règle générale les prêts remboursés compensent à peu de choses près les avances nouvelles ;

(1) Voir rapport de la Commission d'enquête sur la circulation monétaire et les changes étrangers. Octobre 1918.

temporaires, parce qu'ils permettent le plus souvent la création ou la circulation d'une marchandise qui vient à un moment donné accroître la masse des produits achetable. Le niveau général des avances ne s'accroît donc que lentement et cet accroissement est plus ou moins contrebalancé par celui de la masse des produits. Si les banques se départissaient de leurs habitudes de prudence et consentaient des avances dans des proportions excessives, les contre-parties risqueraient d'être insuffisantes, et il y aurait bien alors inflation (1).

Si toutes les transactions s'effectuaient au moyen de remises et de compensations de chèques, il pourrait certes y avoir danger de prêts exagérés. Mais dans la pratique, il existe, sous un régime d'étalon d'or effectif, un frein puissant qui s'oppose à ce que de graves imprudences soient ainsi commises. Nous y avons déjà fait allusion ; les banques sont exposées à voir leurs clients retirer, en espèces, une partie de leurs fonds, en vue d'achats au détail et de paiements de salaires. La proportion, relativement aux dépôts, de ces retraits en espèces est fournie par l'expérience. La quantité des espèces servant de monnaie légale n'est pas indéfiniment extensible, et lorsque la demande en dépasse un niveau déterminé, la Banque d'Angleterre prend, en élevant le taux de son escompte, les mesures nécessaires pour le réduire.

Depuis le début de la guerre, il n'existait plus rien de pareil, par suite des conditions d'émission des Cur-

(1) Voir les discours de M. Mac Kenna aux Assemblées générales de la London City and Midland Bank, 1920, 1921.

rency notes dont la création avait été autorisée par l'Act de 1914. En effet, les banques, au lieu d'obtenir des billets à titre d'avances, comme il avait été tout d'abord prévu, furent bientôt, par la force même des choses, admises à se les procurer en les payant directement à l'État sur leur solde à la Banque d'Angleterre. L'importance de ces soldes leur rendait l'opération facile. A cette transformation en billets des crédits dont disposaient à la Banque d'Angleterre les sociétés de dépôts, il n'y avait aucune limite. En fait, les banques, lorsqu'elles avaient besoin de billets demandés par leurs déposants, transféraient au Département des Currency notes, en échange de ces billets, un crédit équivalent. Le Département à son tour transférait à la Trésorerie ce crédit contre des valeurs d'État, généralement des bons du Trésor qui figuraient alors au bilan des *Currency Notes Account* comme contre-partie des billets émis. On gageait par conséquent une promesse de paiement par une autre, et le résultat de l'opération était une création pure et simple de pouvoir d'achat. Ainsi se trouvait écartée la seule restriction concevable à l'expansion des crédits bancaires.

On voit le rôle joué par les Currency notes : ceux-ci n'étaient qu'une conséquence de l'inflation des crédits en banque, mais une conséquence fatale, à tel point que, si les billets du Trésor n'avaient pas pu être émis *ad libitum*, les ouvertures de crédits au profit de l'État et l'inflation qui en résultait, eussent été nécessairement enrayées. L'émission illimitée des Currency notes était d'autant plus indispensable au fonctionnement des méthodes financières adop-

tées par le Gouvernement, que la hausse des prix provoquée principalement par l'inflation des dépôts, et la hausse des salaires qui l'avait tout naturellement suivie, rendaient obligatoire l'existence d'une quantité plus grande de monnaie légale.

C'est ainsi que les Currency notes qui avaient pris naissance en vue de résoudre les difficultés avec lesquelles le marché s'était trouvé aux prises lors de la déclaration de guerre, sont devenus par la logique des faits un élément chronologiquement secondaire, mais essentiel des finances de guerre britanniques.

* * *

De tout ce qui précède, il ressort en définitive que les dépenses de guerre de l'Angleterre ont été, pour une part importante, couvertes par la *fabrication* de moyens de paiement constituant des capacités d'achat. Cette fabrication a eu lieu sous deux formes, dont l'une était la conséquence de l'autre : ouverture de crédits, émission de billets du Trésor. Sous chacune de ces deux formes, il s'agissait en réalité d'une inflation fiduciaire. Quelle a été la mesure de cette inflation ?

Pour la déterminer d'une façon rigoureuse, il faudrait chiffrer l'accroissement qui, entre deux dates données, s'est produit dans le volume des moyens de paiement mis à la disposition du public ; chiffrer ensuite l'accroissement ou la diminution, pendant la même période, de la masse des produits achetés ; enfin établir, aux deux dates choisies, le rapport

existant entre la masse des moyens de paiement et la masse des produits. La différence entre les deux rapports est la mesure de l'inflation (1).

Cette méthode, théoriquement parfaite, n'aboutit malheureusement pas à une exactitude absolue. Si, en effet, la détermination précise des variations dont le volume des instruments de paiement peut être l'objet est relativement aisée, il n'en va pas de même des augmentations ou diminutions de la quantité des produits achatables. Il faudrait, pour faire entrer en ligne de compte tous les éléments du problème, disposer de statistiques précises donnant à tout moment la quantité de richesses et de services disponibles. De telles statistiques intégrales n'existent pas.

Mais, ces réserves faites sur la valeur absolue des résultats obtenus, on peut demander à cette méthode d'évaluation directe des indications précieuses et d'une exactitude pratiquement suffisante. Appliquons-la.

Les instruments de paiement, dont il s'agit de mesurer la multiplication, sont les espèces d'or et d'argent (la monnaie de bronze est négligeable), et les billets de banque en circulation ; enfin les chèques : ceux-ci étant des tirages sur un pouvoir d'achat constitué par des dépôts, il convient pour juger de leur importance de se reporter à celle des fonds sur lesquels ils sont susceptibles d'être tirés.

(1) Soit M le volume des moyens de paiement, P la masse des produits à un moment donné ; soit M' le volume des moyens de paiement, P' la masse des produits, à un autre moment. L'inflation I (ou la déflation D suivant le sens positif ou négatif de la différence) est mesurée par $\frac{M'}{P'} - \frac{M}{P}$.

Les quatre tableaux ci-dessous montrent quels ont été dans le Royaume-Uni, depuis la fin de 1913 jusqu'à 1919, les mouvements annuels 1° de la circulation métallique, 2° de la circulation des billets des Banques d'Angleterre, d'Écosse, d'Irlande, 3° de la circulation des Currency notes, 4° des dépôts en banque.

1° *Circulation monétaire métallique.* — États du Board of Trade C M D 734 (Conférence de Bruxelles 1920) :

	Or.	Argent.	Total.
31 Décembre 1913	= 123	+ 34	= 157 millions de livres.
— 1918	0	+ 77	= 77 chiffre approximatif
— 1919	= 0	+ 77	= 77 — —

2° *Billets de banque.* — (*Banques d'Angleterre, d'Ecosse, d'Irlande*) (Economist Banking Nos) :

	Livres.
Fin 1913	45.426.000
— 1914	56.420.000
— 1915	63.864.000
— 1916	74.249.000
— 1917	88.303.000
— 1918	136.344.000
— 1919	148.336.000

3° *Currency notes.* — (Statistiques officielles périodiques) :

	Livres.
Fin 1913	0
— 1914	38.478.000
— 1915	103.125.000
— 1916	150.144.000
— 1917	212.782.000
— 1918	323.241.000
— 1919	356.153.000

4° *Dépôts en banque.* — (Bilans analysés périodiquement par l'« Economist ») :

	Livres.
Fin 1913	1.032.400.000
— 1914	1.135.300.000
— 1915	1.241.100.000
— 1916	1.444.200.000
— 1917	1.705.600.000
— 1918	1.988.200.000
— 1919	2.356.100.000

5° *Total du pouvoir d'achat à la disposition du public :*

Fin 1913 : 157 + 45 4 + 38 4 + 1.032 4 = 1.273 2.

Fin 1919 : 77 + 148 3 + 356 1 + 2.356 1 = 2.937 5.

Si l'on totalise les résultats fournis, il ressort que du 31 décembre 1913 au 31 décembre 1919, le total des moyens de paiement, en d'autres termes, des pouvoirs d'achat nominaux existant à la disposition du public, est passé de 1.273 millions de livres à 2.937 millions. Il s'était par conséquent multiplié approximativement par 2 1/2, en 6 années.

Qu'était devenue pendant ce même laps de temps la masse des produits sur laquelle ce pouvoir d'achat était en mesure de s'exercer.

Il ne peut malheureusement être question de faire à cette demande une réponse chiffrée. Mais le fait que la majorité des travailleurs britanniques avaient dû consacrer leur activité à la fabrication des produits nécessaires à la guerre, munitions, armement, produits pour la plupart presque immédiatement consommés et détruits, qui au cours de la guerre ont été remplacés au fur et à mesure de leur destruction, mais qui au moment de l'armistice ont

cessé de l'être ; d'autre part les restrictions de toutes sortes que l'Angleterre s'est imposées, notamment en matière d'alimentation ; la disparition de beaucoup d'articles, les prohibitions de nombreuses importations, la difficulté, sinon l'impossibilité des transports — tout cela prouve surabondamment que la masse des produits achetable par la collectivité britannique ne s'est pas accrue pendant la guerre — tant s'en faut. Le coefficient de multiplication des moyens de paiement trouvé plus haut est donc une mesure minimum de l'inflation.

CHAPITRE II

Les principes directeurs de la politique monétaire anglaise.

Il n'est guère besoin de s'appesantir sur les effets de l'inflation monétaire ainsi pratiquée : ils sont aujourd'hui connus de tous. Si le public a mis relativement longtemps à les reconnaître, on peut lui trouver quelque excuse dans le fait que ses dirigeants, généralement peu instruits en matière économique, ne les ont pas entrevus beaucoup plus vite que lui-même. M. Asquith n'affirmait-il pas à la tribune du Parlement, en Mars 1920, qu'« il n'y avait pas de plus grande erreur que de supposer que la hausse des prix était due à la multiplication de la circulation. C'est la plus grande sottise, bien qu'elle trouve encore faveur dans certains milieux ignorants » ? (1) Au reste M. Lloyd George ne passe-t-il pas pour avoir déclaré qu'« il n'y avait rien, absolument rien dans les doctrines reçues de l'ancienne économie politique » ? (2)

(1) Chambre des Communes. 15 mars 1920.

(2) *Economist*. 19 juillet 1919.

N'en déplaise à ces puissants personnages, les faits ont pleinement confirmé, au cours des dernières années, les théories émises par les savants depuis bien longtemps ; il n'y a plus guère à contester les vérités élémentaires que Jean Bodin mettait en relief dès le xvi^e siècle concernant les rapports entre la hausse des prix et l'inflation. L'expérience n'est ici que trop parfaitement d'accord avec la logique.

A vrai dire, les effets de l'inflation ne se sont, jusqu'à la fin de la guerre, manifestés en Angleterre que dans une mesure relativement faible : l'explication n'en est pas difficile à trouver.

La multiplication d'une monnaie, sous toutes ses formes, en amenant la dépréciation, à la fois interne et externe, le pouvoir d'achat de l'unité monétaire diminue à l'intérieur comme à l'extérieur du pays. La dépréciation intérieure se traduit par la hausse des prix ; la dépréciation extérieure par la chute du change national relativement aux monnaies étrangères demeurées plus saines ; l'une et l'autre ont normalement pour conséquence la prime de l'or sur le papier.

[Or pendant la guerre, ces trois critères ou bien n'ont pas pleinement joué, ou bien même, pendant un certain temps, n'ont pas joué du tout. Examinons-les tour à tour.

La hausse des prix résulte, on le sait, de l'utilisation par la collectivité d'une somme de pouvoirs d'achat accrue par rapport à la masse des produits achatables. Jusqu'à la fin des hostilités, peut-être plus tard encore, le public — par suite des restrictions légales ou autres, par suite aussi des conditions de l'existence durant la guerre — s'est trouvé dans l'im-

possibilité de faire usage de la quantité des moyens de paiement qu'il avait accumulés. L'inflation demeurerait alors partiellement inopérante. La courbe des prix de 1914 à 1919 en fait foi.

Mais il était clair qu'on ne perdait rien pour attendre. Le vaste pouvoir d'achat qui s'était constitué devait au premier jour se précipiter sur un marché relativement pauvre de richesses, restreint d'ailleurs par la désorganisation des transports ; cette concurrence effrénée des acheteurs allait forcément produire une formidable et brutale hausse des prix. C'est ce qui se passa (1). Faut-il en rappeler les résultats ? Le coût de la vie croissant de semaine en semaine, profitant aux uns, ruinant les autres, la hausse amenant la hausse, en raison d'un phénomène psychologique très naturel et bien connu, chacun achetant au delà même de ses besoins de peur d'avoir à payer plus cher le lendemain, l'esprit de spéculation se développant, les producteurs, les commerçants réalisant des profits scandaleux, tout au moins en apparence, accumulant les stocks dans l'espoir de gains sans cesse accrus, les travailleurs atteints par la cherté de la vie se révoltant et voulant leur part d'un gâteau qui leur semblait meilleur encore qu'il n'était, les classes dressées les unes contre les autres, les syndicats révolutionnaires trouvant dans cette effervescence un merveilleux élément de propagande, les grèves, les bagarres, les menaces d'émeutes, les interventions aussi impuissantes que répétées des pouvoirs publics,

(1) Voir la courbe des prix de gros et des prix de détail, graphique B, p. 124.

l'étranglement des personnes à revenus fixes, et dans une certaine mesure, des travailleurs intellectuels, moins bien organisés que les autres pour se défendre. Partout, en un mot, la démoralisation, le déséquilibre, le désordre social. Toutes ces conséquences lamentables de l'inflation sont patentes. Elles se sont produites en Angleterre comme ailleurs.

La dépréciation de la monnaie joue le rôle, non pas d'un emprunt forcé comme on le répète souvent, mais d'un impôt indirect dont l'incidence est particulièrement fâcheuse : frappant de la façon la plus inique, elle spolie en réalité certaines catégories de citoyens, tandis qu'elle en avantage d'autres.

Dans l'ordre juridique, l'inflation, supposant l'inconvertibilité du papier-monnaie, équivaut pour l'État ou pour la Banque, qui, en l'espèce, représente l'État, à renier purement et simplement sa signature, à violer ses engagements, ses contrats, de la façon la plus formelle. Or le respect des contrats est jusqu'à nouvel ordre, la base même de la société, la condition primordiale de toute civilisation. Donner un pareil exemple du mépris des principes fondamentaux du droit est, de la part d'un Gouvernement, une manière d'agir singulièrement périlleuse et susceptible d'être grosse de conséquences. L'inflation est la forme moderne du faux monnayage, de la « mue » de la monnaie à laquelle se livraient les seigneurs médiévaux. Ce n'est ni plus ni moins qu'un vol. Il est étonnant que cette notion soit encore aujourd'hui si mal comprise et qu'un procédé véritablement criminel jouisse, de la part de ceux-là mêmes qui en sont les victimes, d'une inconcevable indulgence.

Du point de vue économique pur, les inconvénients de la dépréciation monétaire sont également certains. Théoriquement la valeur absolue de l'unité monétaire, son abondance ou sa rareté ne devraient rien changer à la richesse réelle d'un pays. L'inflation fait changer brutalement la richesse de mains. Mais agit-elle sur la quantité totale de cette richesse ? A première vue, il semblerait que non. N'a-t-on pas même répété à satiété que la dépréciation du mark avait, en Allemagne, donné un considérable élan à la production et, par là, favorisé le développement économique du pays ? Qu'en période d'inflation la production puisse être temporairement stimulée par le gain anormal que réalisent les industriels, par suite de la hausse du prix de vente momentanément supérieur à celle du prix de revient, c'est souvent exact. Si la dépréciation intérieure de la monnaie est inférieure à la dépréciation extérieure, les exportations en sont pour un temps stimulées. Mais en ce cas, l'opération effectuée consiste en réalité à vendre moins cher à l'étranger qu'à l'intérieur, aux dépens par conséquent de la collectivité nationale. La production ainsi fondée sur des bases artificielles risque d'être plus nuisible qu'utile : trompée d'ailleurs par ses bénéfices apparents, elle est exposée à surproduire et à aboutir, le jour où cessera l'inflation, à une crise d'autant plus terrible que l'on sera enfoncé plus profondément dans l'abîme. Cependant l'abondance exagérée de la monnaie favorise chez les particuliers comme chez les gouvernants un gaspillage éhonté, les dépenses improductives se multiplient, l'épargne se raréfie, la bonne exploitation des ressources natio-

nales est compromise. Quant aux finances publiques leur équilibre devient à la fois moralement et matériellement impossible : moralement, parce que nul ne s'en préoccupe plus, matériellement parce que si certaines recettes budgétaires augmentent nominale-ment, les dépenses suivent et même dépassent le mouvement. Ce phénomène est expérimentalement prouvé. On ne voit pas en effet qu'aucun des pays dont la monnaie s'est multipliée dans une très grande mesure, Russie, Autriche, Allemagne, Pologne, ait réussi à mettre ses finances en ordre ni son budget en équilibre.

Si connues qu'elles soient, nous avons voulu rappeler rapidement ces conséquences de la dépréciation intérieure d'une monnaie « enflée », pour faire plus clairement comprendre la situation dans laquelle se trouvait l'Angleterre à la fin de la guerre et les facteurs divers qui pouvaient déterminer son choix d'une politique monétaire.

Passons à la dépréciation extérieure de la livre.

La baisse du change traduit la dépréciation extérieure d'une monnaie nationale dont l'abondance ne permet plus la convertibilité en or, c'est-à-dire en fin de compte dans la seule monnaie internationale. Elle résulte donc indirectement de la même cause initiale que la hausse des prix internes. Celle-ci, toutes choses égales d'ailleurs, stimule l'importation et entrave l'exportation. La balance commerciale des pays à prix élevés tend donc à devenir défavorable. Si elle ne peut être rétablie par une exportation d'or, il faut que le cours du change s'en ressente : un plus grand nombre d'unités de la monnaie nationale sera exigé

pour payer une somme déterminée en une autre monnaie. Ainsi normalement la dépréciation interne amène la dépréciation externe, et au bout d'un temps plus ou moins long l'une et l'autre tendront à se niveler. Les deux sortes de dépréciation peuvent néanmoins se manifester l'une sans l'autre ; en particulier il peut y avoir dépréciation interne sans que la dépréciation externe se reflète dans le cours du change. C'est que l'on peut au moyen de certains expédients corriger temporairement la seconde sans atteindre la première. C'est là précisément ce qui s'est produit en Angleterre pendant la guerre (1).

Dès le début, la préoccupation dominante de la Grande-Bretagne en matière financière a été d'éviter une chute de son change. Elle s'en inquiétait d'autant plus que la guerre provoquant des importations considérables, le déficit de la balance commerciale ne cessait de croître (2). Cependant le cours du change de Londres sur New-York (livre exprimée en dollars, seule monnaie effectivement représentative d'or) a été loin d'accuser la baisse qu'auraient dû normalement entraîner à la fois le déficit commercial et la hausse des prix dans le Royaume-Uni : c'est que l'Angleterre avait tout mis en œuvre à cet effet (3).

Elle avait commencé par expédier de l'or vers les pays dont elle était débitrice, en particulier vers les

(1) On trouvera un historique détaillé des relations monétaires de l'Angleterre et des Etats-Unis dans l'excellent ouvrage de M. A. MAWAS : *Le système monétaire et le change anglais depuis la guerre*.

(2) Voir le tableau, p. 170.

(3) Voir le tableau des changes, p. 168.

États-Unis. Elle l'avait même fait sur une assez grande échelle, bien qu'il soit difficile de chiffrer l'importance de ses envois. Mais ce procédé ne donnait cependant que des résultats très insuffisants. On eut recours à l'emprunt extérieur : à diverses reprises l'Angleterre obtint des États-Unis, dans des conditions d'intérêt déterminées, l'ouverture de crédits la dispensant jusqu'à nouvel ordre de solder effectivement les dettes qu'elle accumulait (la dette de l'État britannique à l'égard des États-Unis atteignait fin 1918 environ 800 millions de livres). D'autre part, empruntant ou même réquisitionnant les titres étrangers détenus par les particuliers, la Trésorerie britannique s'en servit pour les remettre aux États-Unis en compensation temporaire ou, définitive d'une fraction des crédits ainsi obtenus.

Le résultat de ces palliatifs fut de masquer aux yeux du monde, aussi bien qu'à ceux des Anglais, la véritable situation de la livre dont la dépréciation, relativement peu manifestée à l'intérieur, se trouva beaucoup moins accusée encore à l'extérieur.

Signalons en passant un effet caractéristique de cet état de choses : du fait que la dépréciation externe de la livre était inférieure à sa dépréciation interne, l'on eut avantage à acheter à l'étranger plutôt qu'en Angleterre; les importations furent donc encouragées, ce qui n'eût pas manqué de paraître singulièrement inopportun, étant données les circonstances, si le public avait été en mesure de s'en apercevoir. Mais il n'en était rien, et le phénomène continua de se produire, contribuant à l'accroissement de la dette extérieure de l'Angleterre.

Les mesures prises pour parer à la chute des changes ne s'attaquaient naturellement pas à la source même du mal. Elles reculaient seulement l'instant où ce mal devait produire tous ses effets. Elles évitaient momentanément certains des inconvénients habituels d'une dépréciation monétaire : l'instabilité perpétuelle des changes, l'alourdissement des dettes contractées à l'étranger, les variations brusques et incessantes des cours bouleversant les conditions des contrats internationaux, rendant toutes les transactions commerciales incertaines et périlleuses, entravant par conséquent les affaires de la façon la plus fâcheuse. Ces effets désastreux sont trop connus pour qu'il soit opportun d'y insister.

D'autre part — et c'est là qu'il faut trouver la clef de toute la politique monétaire anglaise — en dissimulant artificiellement la véritable situation des changes britanniques, on évitait, ou l'on croyait éviter, l'atteinte si redoutée au prestige de Londres en tant que centre financier du monde. C'est un point capital que nous avons déjà indiqué et sur lequel nous aurons à revenir. Mais si on sauvait les apparences, il était évident que ce ne pouvait être que momentané. Dès que les crédits obtenus aux États-Unis viendraient à ne plus être continués — ce qui devait forcément se produire dans un temps plus ou moins rapproché — les changes s'effondreraient et tous les maux temporairement écartés éclateraient. Comment l'événement eut lieu, le graphique C, p. 124, montrant les fluctuations de la prime du dollar sur la livre, à partir du 1^{er} janvier 1919, l'indique avec précision.

Arrivons au troisième critère : la prime de l'or. Dès

le début de la guerre, un accord avait été conclu entre la Banque d'Angleterre et les propriétaires de mines d'or de l'Afrique du Sud (1). Ceux-ci s'engageaient à céder à la Banque la totalité de leur production au prix officiel, c'est-à-dire moyennant 77 sh. 9 d. l'once standard. La Banque, bien entendu, payait en papier. Nous verrons au chapitre III comment, jusqu'en août 1919, malgré les réclamations des producteurs lésés par la dépréciation du papier dans lequel ils étaient payés, le Gouvernement se refusa à modifier les termes de cet accord. Il en résulta qu'à la fin de la guerre, le prix de l'once d'or demeurait toujours, exprimé en monnaie de papier, ce qu'il était en temps normal. Aucune prime de l'or n'était par conséquent cotée — le libre marché de l'or n'existant plus pour rétablir la vérité.

Ainsi, au moment de l'armistice, des trois indices révélateurs de la dépréciation de la monnaie, l'un — hausse générale des prix — n'avait pas joué pleinement ; le second — baisse du change — n'avait joué que très faiblement ; le dernier — prime de l'or — n'avait pas pu jouer du tout. Les effets de l'inflation s'étaient néanmoins suffisamment manifestés pour que les pouvoirs publics s'en préoccupassent dès avant la fin de la guerre.

(1) Voir rapport de la Commission d'enquête présidée par Lord Inchcape, décembre 1918. Voir discours de Sir L. Phillips, président de la *Central Mining*, 27 juin 1918.

* * *

Comment, en présence de la situation qui vient d'être décrite, l'Angleterre réagit-elle ?

Encore que la hausse des prix se fût déjà fortement fait sentir, cet élément de la question paraît avoir beaucoup moins ému le Gouvernement que la chute du change, ou même que la seule éventualité de cette chute. Les mesures prises pour stabiliser les cours du change tendent à le prouver, tandis qu'on ne voit pas que jusqu'à la fin des hostilités, le Ministère ni même l'opinion publique en général se fussent beaucoup inquiétés de la cherté de la vie et des conséquences sociales qu'elle allait avoir. On paraissait tenir pour fatale l'élévation des prix en temps de guerre (1) ; l'État payait, pour ainsi dire sans compter, ses fournisseurs, qui, encouragés d'ailleurs par le Gouvernement lui-même, en faisaient autant à l'égard de leurs ouvriers (2). Beaucoup de personnes pensaient, sans trop savoir pourquoi, qu'après le conflit, les prix diminueraient aussi automatiquement — aussi mystérieusement peut-être — qu'ils étaient montés ; celles-là ne se préoccupaient guère d'un état de choses qu'elles estimaient à la fois inévitable et temporaire. D'autres regardaient les hauts salaires comme définitifs, tels le Président du Board of Trade, qui le déclarait publiquement en 1917. Sans doute ceux-là

(1) Voir J. S. NICHOLSON. War Finance (réfutant cette erreur assez générale).

(2) Voir les mesures prises par M. W. Churchill, ministre de la Guerre, en 1917, augmentant automatiquement de 12 1/2 % d'un coup les salaires des ouvriers en munitions.

reprenaient-ils à leur compte la parole de Joseph Chamberlain disant qu'il fallait à tout prix exorciser le démon du « bon marché ». Bref, il ne semble pas que les sphères officielles, ni l'immense majorité de l'opinion, aient pressenti les désordres et les injustices qui allaient se faire jour dès que le vaste pouvoir nominal d'achat accumulé allait se ruer à la dépense. Ceux qui les entrevoyaient d'avance étaient des économistes, des publicistes, des professeurs que n'écoutaient malheureusement ni les hommes politiques ni le public en général. Il n'en faut pas moins rendre hommage à des hommes comme M. J. S. Nicholson, M. Edwin Cannan, M. Hartley Withers, qui ont avec une clairvoyante persévérance appelé l'attention du pays et de ses dirigeants sur le mal social qui se préparait.

Mais d'une manière générale, ce qui préoccupait davantage, c'était la crainte de voir s'effondrer, avec les cours du change, la situation internationale de la place de Londres : sur ce point les journaux ne tarissaient pas. « La baisse du change américain (1) à 4,50 est un désastre aussi grand que la chute de Varsovie », écrivait dès octobre 1915 un grand journal financier, le *Quarterly Review*... « Avec quelle anxiété un Anglais bien informé ne doit-il pas se demander si maintenant, quelque tardive que soit l'heure, le Trésor et l'État se rendent compte de la réalité du danger. *Il faut* que le change retourne au pair... » Les meilleurs théoriciens insistaient sur le péril : « Le peuple de ce pays peut continuer d'accepter la hausse

(1) C'est-à-dire de la livre exprimée en dollars.

des prix comme faisant partie du fardeau national de la guerre, mais toute dépréciation spécifique (extérieure) de la livre, ou ce qui revient au même tout doute sur la possibilité pour Londres de faire face à ses engagements, en or, aura de sérieuses conséquences », — écrit en mars 1915, M. J. S. Nicholson, le savant professeur d'économie politique à l'Université d'Edimbourg. Et il cite avec inquiétude le *New-York World* qui dit : « Le commerce international a été pendant des années sans nombre financé par Londres. Un crédit en livres anglaises a été l'étalon et le desideratum du commerce mondial. On se tourne aujourd'hui vers New-York et vers le dollar ». « L'écrivain américain, ajoute M. Nicholson, anticipe peut-être un peu, et New-York a certainement fait de piètres débuts, dans les premiers temps de la guerre, comme banquier du monde. Mais il semble être temps qu'en finances comme dans les autres domaines, ce pays commence à comprendre que nous sommes engagés dans la plus grande et la plus coûteuse de toutes les guerres de l'histoire et qu'il y a de très réelles limites à l'extension et à l'inflation du crédit public ».

M. Hartley Withers, l'éminent rédacteur en chef de l'*Economist*, a le même souci.

Si la gravité du mal résultant de la dépréciation intérieure de la monnaie leur échappe le plus souvent, tous les Anglais sont d'accord pour redouter les inconvénients d'une dépréciation extérieure traduite par la baisse du change. C'est cette dernière préoccupation qui a, dès le début de 1918, amené le Gouvernement à nommer une Commission d'enquête chargée « d'examiner les différents problèmes qui surgiront

en ce qui concerne la circulation monétaire et les changes étrangers pendant la période de reconstruction et de faire un rapport sur les mesures nécessaires pour assurer le rétablissement de conditions normales en temps voulu ». Les avis et suggestions de cette Commission, présidée par Lord Cunliffe, alors Gouverneur de la Banque d'Angleterre, et comprenant des banquiers, hauts fonctionnaires et professeurs, tous choisis parmi les plus éminents de leur spécialité, ont exercé sur l'orientation de la politique monétaire britannique une influence prépondérante. Il importe de les examiner de près.

Le rapport de la *Commission d'enquête sur la circulation monétaire et les changes étrangers* parut le 28 octobre 1918, quelques jours par conséquent avant la cessation des hostilités. Ce document essentiel commence par un exposé très clair du système monétaire anglais d'avant-guerre et des modifications qui l'ont affecté depuis 1914. Après avoir montré l'abandon effectif de l'étalon d'or et approximativement évalué l'inflation, il déclare ne pas vouloir préciser les mesures à adopter pour traiter la situation immédiatement après la guerre, mais il affirme qu'il est indispensable que les conditions nécessaires au maintien d'un étalon d'or *effectif* soient rétablies sans délai. « Après la guerre, nos réserves d'or ne seront plus protégées par les dangers des sous-marins, et il ne sera pas indéfiniment possible de continuer à soutenir les changes par des emprunts extérieurs. A moins qu'on ne fasse jouer à nouveau le mécanisme qu'une longue expérience a prouvé être le seul remède efficace à une balance commerciale défavorable et à une

excessive expansion du crédit, on courra un très grave danger de voir se produire un développement du crédit dans ce pays et une aspiration de notre or par l'étranger, tels qu'ils pourraient nuire à la convertibilité de notre émission fiduciaire et à la situation commerciale internationale du pays. L'incertitude de notre situation monétaire handicapera notre industrie, notre situation comme centre financier international en souffrira, et notre statut commercial général sera amoindri aux yeux du monde ». On voit clairement le point de vue auquel se place la Commission : c'est le même que nous avons déjà signalé comme étant celui des pouvoirs publics et de l'opinion en général. A aucun moment le rapport ne fait la moindre allusion aux inconvénients pourtant si graves de la dépréciation intérieure de la monnaie : la hausse des prix, les iniquités et les troubles sociaux qui en résultent passent complètement inaperçus. Un seul point inquiète : la chute des changes provoquant la sortie de l'or, et par là mettant en péril la convertibilité du billet de Banque ou du Trésor, portant par conséquent atteinte au crédit, au prestige rémunérateur de la place de Londres.

Cette seule crainte, unanimement partagée, suffit pour qu'il n'y ait de doute dans l'esprit de personne, au sein de la Commission, sur la nécessité du retour à l'étalon d'or. Sans vouloir méconnaître la valeur très réelle du point de vue adopté, on ne peut s'empêcher de penser que les données mêmes du problème à résoudre ont été faiblement analysées. Avant de suggérer la méthode à suivre pour revenir à l'étalon d'or, il eut sans doute été recommandable, étant

donné l'importance extrême de la question, d'en envisager les diverses faces et de n'en pas méconnaître certains éléments essentiels. A notre avis, les conclusions n'en eussent pas dû être sensiblement modifiées : mais elles eussent été mieux étayées et les objections qu'elles n'ont pas manqué de susciter se fussent trouvées réfutées par avance.

Quoi qu'il en soit, la préoccupation de remédier à une dépréciation extérieure de la livre dicte à la Commission un avis formel : il faut revenir à l'étalon d'or. Par quels moyens ? C'est ce que le rapport va entreprendre de nous indiquer. La condition essentielle, dit-il, du rétablissement d'une monnaie saine, c'est la cessation des emprunts d'État le plus tôt possible après la guerre. On a vu comment ces emprunts avaient pour effet la création d'une considérable inflation du crédit, laquelle amène à son tour un excès d'émission de billets de la Trésorerie. Il faut avant tout arrêter cette création de crédit, conséquence d'emprunts non réellement prélevés sur l'épargne. Il faut que l'État vive désormais sur ses revenus. Mais ceci n'aboutit qu'à la cessation de l'inflation, résultat déjà considérable, très éloigné cependant du retour à l'étalon d'or. Que propose la Commission pour atteindre cet objectif ? Il faut, dit-elle, que l'État ait un excédent de recettes lui permettant de réduire sa dette, tout particulièrement sa dette flottante : à cet effet, il convient de constituer un fonds d'amortissement, et il importe que l'effet de l'amortissement ainsi opéré ne soit pas contrecarré par de nouveaux emprunts.

Ce sont évidemment là les principes essentiels et les conditions premières de tout assainissement moné-

taire. Principes sans doute élémentaires que l'on aurait voulu voir la Commission d'enquête développer et préciser davantage. Il eut été souhaitable qu'elle insistât sur la nécessité impérieuse d'un gros effort fiscal, mais aussi qu'elle en montrât les difficultés. De même il eut été intéressant que le rapport ne passât point sous silence les effets économiques et sociaux de la politique de déflation qu'il préconisait. A-t-il entrevu clairement les rapports entre cette déflation, la baisse des prix et les conséquences de la baisse des prix sur le commerce et l'industrie ? On veut le croire. Mais en présence de la gravité possible de ces conséquences, il est regrettable qu'il ait paru les ignorer.

Le retour à l'étalon d'or étant donc supposé obtenu, comment en assurer le maintien ? Sous ce régime, toute demande d'or pour l'exportation doit recevoir satisfaction. Il s'ensuit, dit la Commission, qu'il faut faire jouer un mécanisme freinant les sorties d'or quand elles menacent de dépasser les réserves de l'Angleterre. Ce mécanisme, bien connu, c'est le jeu du taux de l'escompte de la Banque : il faudra y recourir.

Cette recommandation, si elle s'applique au moment où le régime de l'étalon d'or sera effectif, ne peut prêter à aucune critique : alors, en effet, le taux de l'escompte exercé une action généralement décisive. Mais nous verrons plus loin que les dirigeants de la Banque, d'accord avec le Gouvernement, ont usé de l'élévation du taux de l'escompte à un moment où l'étalon monétaire était encore en fait une monnaie de papier ; de vives controverses se sont alors produites concernant l'efficacité de cette manière de faire : il conviendra, l'instant venu, d'en examiner la

valeur, car elles soulèvent une question d'un sérieux intérêt à la fois théorique et pratique.

Pour éviter l'expansion exagérée du crédit, il faut, dit le rapport, que l'émission des Currency notes soit de nouveau limitée par la loi. Sans doute il serait possible à la Banque d'Angleterre et aux Joint Stock Banks, sans aucune restriction légale de l'émission fiduciaire, de maintenir le taux de l'escompte assez haut pour mettre un frein aux emprunts, et à la hausse des prix, et arrêter la demande de nouveaux billets. « Mais il est très indésirable d'en laisser toute la responsabilité aux banques, qui seront, en une telle matière, l'objet d'une considérable pression ». C'est pourquoi la Commission estimait qu'il fallait fixer une limite infranchissable aux Currency notes — dont l'émission devrait d'ailleurs être entièrement confiée à la Banque d'Angleterre. Aussi convient-il de maintenir temporairement en vigueur la clause de l'Act de 1914 autorisant la Banque, sous certaines conditions dont la principale est l'élévation du taux de l'escompte, à dépasser le maximum légal d'émission de billets : il faut que les demandes de billets réagissent sur la situation de la réserve de la Banque, pour que puissent jouer les freins habituels.

A quel chiffre fixer la limite des émissions fiduciaires ? C'est ce que la Commission examine longuement. Elle admet — supposant atteint le rétablissement de l'étalon d'or effectif — que le volume de la circulation se détermine automatiquement de lui-même : si la circulation devient excessive, les prix hausseront, des billets seront échangés contre de l'or destiné à l'exportation, et la circulation sera réduite

d'autant. Et inversement, si la circulation se trouve être à un moment donné insuffisante. C'est l'application pure des théories monétaires les plus logiques.

La circulation se déterminant automatiquement, il convient de fixer d'abord la part qui devra en être couverte par de l'or, l'excédent constituant l'émission fiduciaire. L'importance de celle-ci devra être suffisamment faible, et par suite la fraction couverte suffisamment élevée, pour qu'il n'existe jamais la moindre crainte de voir les réserves d'or se vider, et l'étalon d'or mis en péril. La Commission cherche donc à déterminer le chiffre que devra vraisemblablement atteindre la réserve d'or pour qu'une telle crainte n'existe pas. Après un assez long examen, elle en arrive à penser que le minimum qu'il faudra viser à atteindre, pour commencer, devra être de 150 millions de livres. Jusqu'à ce que ce chiffre soit obtenu, il faudra saisir toutes les occasions de réduire l'émission fiduciaire.

Pendant toute la période de transition, il serait désirable de procéder à une telle réduction d'une façon continue, mais la Commission doute qu'il soit possible de suivre une règle précise, et se borne aux recommandations générales indiquées plus haut. Elle pense en tous cas qu'il convient de prendre pour maximum de la circulation fiduciaire, en une année donnée, le maximum atteint l'année précédente. D'autre part, tant que l'émission des Treasury notes n'aura pas été largement restreinte, elle devra demeurer une émission d'État. Mais les nouveaux billets de la Trésorerie devraient être émis, non comme jusqu'alors contre des valeurs d'État, mais contre des

billets de la Banque d'Angleterre qui seraient portés à la réserve des Treasury notes. Ainsi les demandes de billets de la Trésorerie se répercuteraient sur la réserve de la Banque, si bien que les taux d'escompte joueraient alors normalement leur rôle de frein. C'est seulement quand la fraction fiduciaire de l'émission aura été ramenée au chiffre compatible avec le maintien assuré d'une réserve de 150 millions de livres, qu'aux Currency notes devraient être substitués des billets de la Banque d'Angleterre.

Bien entendu, si la convertibilité absolue en or du billet est indispensable, — ceci pour permettre les exportations d'or — il n'est nullement désirable que l'usage de l'or soit repris à l'intérieur du pays. Le régime de l'étalon d'or suppose que le papier n'est réellement que la représentation de l'or qui peut lui être à tout instant substitué, mais il ne nécessite pas que cette substitution soit effectivement faite dans le pays même. Il est souhaitable que toutes les réserves d'or soient centralisées à la Banque d'Angleterre, de manière à pouvoir gager l'émission des billets et à être utilisées en cas de besoin pour les paiements à faire à l'étranger. D'autre part, si l'importation de l'or doit être entièrement libre, on peut exiger que l'or destiné à l'exportation ait été délivré par la Banque d'Angleterre dont le contrôle est précisément désirable.

Ces diverses recommandations d'ordre technique, indiquant une notion très claire du jeu des phénomènes monétaires, s'expliquent et se justifient généralement d'elles-mêmes dès l'instant qu'a été admis le principe du retour à l'or.

Remarquons cependant dès maintenant le peu de portée d'une limitation théorique de la circulation des billets : tant que l'équilibre budgétaire n'était pas assuré, ou même tant qu'une masse de bons du Trésor pouvait être présentée au remboursement, il était clair qu'aucune limite légale à la circulation ne pourrait être efficace. Cette limitation ne pouvait être qu'une résultante. Quant à l'évaluation du chiffre auquel devait atteindre la réserve d'or de la Banque Centrale, elle reposait sur des données arbitraires et incertaines. Pour que la réserve ne fût pas menacée par des retraits d'or excessifs, il fallait — quel que fût son chiffre — que la livre papier fût au pair de la livre or, (c'est-à-dire que les puissances d'achat de l'une et de l'autre fussent identiques à l'intérieur et à l'extérieur), qu'aucune monnaie convertible en or ne fût prime sur elle, et que la balance des comptes ne fût pas défavorable à l'Angleterre.

Le rapport contient d'autres avis d'un caractère plus spécial, relatifs au régime de la Banque Centrale : la Commission se prononce nettement pour le maintien de l'Act de 1844, en particulier des clauses relatives à la limitation de l'émission fiduciaire, et à la séparation des deux départements de l'émission et de la banque.

Telles sont, dans leur essence, les conclusions auxquelles aboutit la commission d'enquête — conclusions dont l'influence a été grande. Le rapport des enquêteurs, — préconisant une ligne de conduite aussi nette, émettant des vues aussi saines et analysant le mécanisme monétaire avec autant de précision — est assurément un document remarquable, en dépit des

lacunes assez grandes que nous y avons déjà relevées.

Cherchons cependant à suppléer au silence de la Commission en ce qui concerne le mécanisme et la justification de la politique proposée.

Le retour à l'ancien étalon d'or, qui constitue l'objectif proposé par le Comité Cunliffe, suppose la convertibilité effective en or, au pair d'avant-guerre, de la monnaie de papier : une livre en billet de la Banque ou du Trésor doit pouvoir être échangeable contre le poids de métal précieux qu'elle représente nominativement, soit une once standard pour 77 sh. 9 d. Il faut par conséquent qu'il existe entre le volume du papier monnaie et celui de la réserve d'or un rapport tel que les demandes de conversion ne risquent pas de vider ladite réserve. Si la production d'or était suffisante pour que la plus grande partie de la circulation fiduciaire fût remplacée par du métal précieux le résultat cherché par la Commission serait atteint. Mais l'inflation ne s'en trouverait nullement réduite, il ne s'ensuivrait aucune baisse des prix intérieurs ; les victimes de l'inflation ne seraient pas moins misérables.

Heureusement — ou malheureusement, diraient certains — une telle augmentation de la réserve d'or était, en Grande-Bretagne, irréalisable (1). Le réta-

(1) Réserve d'or, avant la guerre, par rapport à la circulation fiduciaire : 99,4 %.

Proportion en 1919 : 26,5 %.

La circulation de papier, de 1914 à 1919, a approximativement décuplé (Voir le tableau, p. 164 et statistiques de la Conférence financière de Bruxelles).

En fait la production de l'or dans les mines britanniques, comme d'ailleurs dans celles du monde entier, n'a cessé de décroître depuis 1916. (Voir le tableau, p. 106).

blissement du rapport ne peut donc être obtenu que par la résorption d'une grande partie de la circulation fiduciaire, résorption poussée assez loin pour que le pouvoir d'achat d'une unité de papier-monnaie redevienne dans le monde entier équivalent à celui du poids d'or qu'elle représente. A ce moment seulement la convertibilité est assurée et par là même la conversion devient inutile à opérer dans la pratique, ce qui garantit la réserve d'or.

Comment une pareille résorption peut-elle s'effectuer ? N'oublions pas qu'il s'agit de la double réduction à la fois des billets en circulation (Currency notes) et des dépôts en banque (comptes de chèques). Souvenons-nous aussi que l'excès des billets était une conséquence du développement des dépôts. C'était donc tout d'abord et principalement à ceux-ci qu'il fallait s'attaquer. Il importait en premier lieu de cesser de les accroître par la création de crédits nouveaux, ce qui, comme l'indiquait d'ailleurs le Comité Cunliffe, impliquait l'abandon des procédés d'emprunt d'État aboutissant à la constitution de dépôts sans cesse croissants. Mais ce n'était là qu'arrêter l'inflation, non pas faire de la déflation : il fallait encore réduire les dépôts existants. Cette réduction, les banques elles-mêmes pouvaient dans une certaine mesure l'opérer, en refusant de renouveler les crédits déjà consentis, *a fortiori* de remplacer par d'autres les avances remboursées. Elles devaient à la vérité y être incitées par le fait même de la crise économique qui dépréciait les gages sur lesquels elles prêtaient ; d'autre part l'expérience leur avait appris qu'en période d'inflation le rôle de créancier est peu

avantageux. C'était là pour elles des motifs de prudence. L'action persuasive du Gouvernement pouvait s'y ajouter. Mais il semblait qu'il ne dût pas être mauvais d'employer, pour amener les banques à suivre la voie désirée, certains arguments plus précis. L'un d'eux consistait dans la fixation d'une limite aux émissions de Currency notes — argument tout théorique, on l'a vu, susceptible néanmoins d'avoir l'effet psychologique d'une menace. Un autre consistait dans l'élévation du taux de l'escompte. On sait comment la hausse de ce taux de l'escompte agit en temps ordinaire : elle attire ou retient les capitaux étrangers qui trouvent à s'employer avantageusement, provoque au besoin des importations d'or, et par là évite le risque de voir la réserve de la Banque se dégarnir exagérément ; d'autre part, rendant les emprunts à court terme plus onéreux, elle entrave la spéculation, raréfie les avances et ouvertures de crédit, amène par suite des liquidations salutaires pour l'équilibre général des prix.

Sous un régime de monnaie de papier, les effets sont-ils les mêmes ? Évidemment non, en ce qui concerne les mouvements d'or. Mais pour ce qui est de l'autre action, — celle sur les avances, la spéculation, les prix, — la question a donné lieu à controverses. Que les ouvertures de crédit en soient rendues plus difficiles, que par conséquent la spéculation en soit entravée, cela ne paraît pas douteux. Mais si la production est entravée dans la même mesure, la baisse des prix s'ensuivra-t-elle ? Y aura-t-il même déflation ? La chose a été en Angleterre très discutée. Des financiers et des publicistes éminents, tels

M. Mac Kenna et M. H. Withers, ont combattu la thèse de l'efficacité de l'argent cher, dans les conditions d'après-guerre. De savants économistes, comme les professeurs Cannan et Pigou, l'ont au contraire soutenue.

En élevant le taux de l'escompte, disent les uns; la Banque n'applique-t-elle pas un remède qui autrefois agissait dans des conditions très différentes de celles régnant aujourd'hui, et l'état de choses actuel ne demande-t-il pas un traitement nouveau ? Une hausse du *Bank rate* entravera-t-elle la spéculation plus que la production ? De la réponse à cette question dépend en partie le succès de la mesure. Étant donné la suprême insouciance du spéculateur, qui contraste avec la prudence du producteur, on peut en douter. D'ailleurs était-ce le seul moyen d'entraver la spéculation ? Ne pouvait-on le faire sans accroître le prix de la production, par une action concertée des banques, tendant à ne fournir du crédit qu'à ceux qui le méritent ?

Le Professeur Pigou n'est pas de cet avis : « La limitation de la quantité de billets qu'on nous autorise à émettre sur une base fiduciaire agit par une série de réactions compliquées sur la réduction de la création des crédits. Le mécanisme de cette action réductrice, c'est naturellement le jeu du taux de l'argent, dont l'action n'est pas empêchée par l'interdiction d'exporter l'or. Au contraire, il opérerait encore, même si la circulation était entièrement dégagée de tout lien avec l'or, et ne consistait plus qu'en papier inconvertible. Il est inutile de comprimer — écrit-il encore — l'expansion du crédit due aux

appels du Gouvernement, si par ailleurs le taux de l'argent est assez faible pour compenser une réduction des crédits gouvernementaux par une augmentation de crédits à l'usage des particuliers. A moins que le volume total de l'expansion du crédit ne soit arrêté, il sera impossible d'arrêter la hausse des prix, de maintenir la limite de l'émission fiduciaire des Currency notes ou de faire hausser le change américain (c'est-à-dire sur l'Amérique) à un taux raisonnable » (1).

Le Professeur Ed. Cannan écrit de son côté : « Déjà en 1810 le Gouverneur de la Banque d'Angleterre avait dit que la baisse du taux de l'escompte n'augmenterait en rien l'inflation. Mais il abandonna bientôt sa thèse. L'idée que le bon effet de la hausse du taux est de faire entrer l'or pour augmenter la base du crédit (2) » et par suite élargir le crédit ou l'inflation faite sur cette base, est à la fois fausse et superficielle. Le crédit n'a pas à être élargi, mais restreint; la dépense en est ainsi diminuée, ce qui fait baisser le prix, en d'autres termes augmente la valeur de la monnaie, ce qui est le but aujourd'hui visé. L'entrée d'or, avant la guerre, était le résultat final, la terminaison du processus, comme le débordement d'une citerne trop pleine. Objecter à la hausse du Bank rate parce que la livre est si dépréciée que son pouvoir d'achat devra être considérablement accru avant que l'or n'entre, c'est comme refuser de

(1) Lettre au *Times*, 12 février 1920, citée et traduite par M. Mawas.

(2) Allusion à l'article de l'*Economist*.

commencer à remplir la citerne parce qu'il faudra quelque temps avant qu'elle soit pleine. »

Il paraît effectivement logique de considérer la hausse du taux de l'escompte comme un moyen efficace de hâter la restriction du crédit, même sous un régime de papier-monnaie. Il est vrai qu'en période d'inflation aucun taux d'intérêt n'empêchera un spéculateur d'emprunter, parce que les bénéfices qu'il attend de la hausse certaine des prix dépasseront généralement de beaucoup ce que lui coûtera un intérêt même élevé. Mais dès que l'inflation cesse, la situation change et l'on empruntera d'autant plus prudemment que les conditions seront plus onéreuses. Il peut en résulter une diminution des ouvertures de crédit, par conséquent des pouvoirs d'achat. Au sortir d'une période d'inflation, le commerce et l'industrie ne se pratiquent plus sur des bases normales : un taux élevé de l'escompte peut amener des liquidations salutaires ; il contribuera à enrayer tout à la fois une spéculation effrénée provoquée par les effets de l'inflation et une production inconsidérée s'exerçant dans des conditions de prix de revient désordonnées. Il semble qu'il doive logiquement en résulter une baisse des prix.

Nous aurons, au reste, à revenir sur cette controverse quand nous exposerons les faits qui apporteront à la question une réponse plus précise.

*
* *

Si la résorption de la circulation peut être obtenue par l'action des banques restreignant les crédits,

et si l'élévation du taux de l'escompte peut y coopérer, il existe un moyen de déflation plus puissant et plus sûr. C'est de faire rentrer au Trésor, par l'impôt ou par l'emprunt, des fonds que l'on ne remet pas en circulation. A l'aide de ces fonds constituant des excédents de recettes, l'État, au lieu de faire des dépenses nouvelles, éteint dans la mesure du possible sa dette flottante, rembourse les avances de la Banque centrale (les avances dites de Voies et Moyens) et celles des autres banques, réduit le volume des crédits ouverts et des billets émis. Ainsi la situation financière s'assainit en même temps que la situation monétaire. La condition essentielle de cette méthode est donc la mise en équilibre du budget, ou plutôt sa mise en excédent de recettes, soit par la compression des dépenses, soit par un effort fiscal. Un emprunt de consolidation peut bien, dans une certaine mesure, jouer temporairement le même rôle que l'impôt. Mais son action est vaine, si l'équilibre budgétaire n'est pas, aussitôt après, assuré. C'est ici qu'apparaissent clairement les liens intimes de la politique monétaire et de la politique fiscale. L'ordre dans les finances publiques peut seul réellement assainir par déflation un régime monétaire vicié.

Cette méthode aboutit à un double résultat. Ou bien, elle fait directement rentrer des billets du Trésor, détruisant purement et simplement le pouvoir d'achat correspondant. Ou bien, s'il s'agit de crédits, ceux ouverts par les banques à l'État se trouvent liquidés dans une mesure plus ou moins grande, et il en résulte la libération d'une marge de crédit qui devient disponible pour les besoins de l'industrie.

L'effort qu'elle exige de la part des contribuables n'est pas sans compensation.

N'existe-t-il pas enfin un autre procédé ?

Ne pourrait-on rétablir l'équilibre entre la masse des pouvoirs d'achat et celle des produits en augmentant la seconde plutôt qu'en réduisant la première ? Théoriquement, c'est concevable, et sans doute, dans un monde idéal, une telle solution est-elle la meilleure. Elle n'a pas manqué de défenseurs : plusieurs des grands financiers de l'Angleterre l'ont préconisée. M. R. Mac Kenna, en particulier, l'a exposée avec une grande maîtrise à l'Assemblée générale de la London City and Midland Bank, en janvier 1921. Mais il eût fallu, pour qu'elle fût réalisable, que la production pût s'accroître sans provoquer un accroissement corrélatif des moyens de paiement. Malheureusement, de l'aveu même des partisans de cette méthode, il n'en était rien ; ceux qui préconisaient un tel système de déflation étaient généralement d'accord pour considérer qu'à la base d'une extension de la production, il devait y avoir une large création de crédit, et celle-ci devait naturellement se pulvériser en émissions nouvelles de billets du Trésor. L'augmentation de la production devait avoir pour condition la mise à la disposition de l'industrie d'une quantité de moyens de paiement extensibles au fur et à mesure de ses besoins (1) : la production accrue entraînait en particulier un accroissement de la masse des salaires, il fallait que l'industrie trouvât dans l'augmentation du crédit et de la monnaie les

(1) Voir notamment : Holden, Discours à l'Assemblée générale de la London City Bank, janvier 1919.

ressources nécessaires pour faire face à cette élévation de ses frais.

Mais alors, si la production accrue suppose une circulation également accrue, on voit mal comment l'écart entre la masse des produits et celle des pouvoirs nominaux d'achat eut jamais pu être comblé par ce moyen.

* * *

Le mécanisme théorique de la déflation ainsi précisé, quels doivent logiquement en être les effets ?

La diminution des pouvoirs nominaux d'achat à la disposition du public réduit la concurrence des acheteurs et par une application élémentaire de la loi de l'offre et de la demande amène une baisse des prix. Baisse inégale, suivant la nature des produits, et variant de vitesse ou d'intensité suivant les cas. Certains déflationnistes intransigeants se prévalent de ces inégalités pour méconnaître l'importance, presque pour nier l'existence, d'une baisse du niveau général des prix due à la déflation (1). Ces défenseurs de la déflation dépassent le but. Si, à la vérité, la diminution des pouvoirs nominaux d'achat ne devait pas avoir pour conséquence une réduction des prix, on peut se demander s'il serait bien intéressant de poursuivre un objectif qui, dans ce cas, ne profiterait à personne. Que la baisse ne doive pas nécessairement

(1) Voir M. Y GUYOT. *Inflation et déflation*. 1921. *Semaine de la Monnaie*, 1922.

Voir M. F. MASON, Président de l'Association britannique pour la *Semaine de la Monnaie*.

être proportionnelle à la déflation, c'est indiscutable : nous avons montré qu'une baisse pouvait se produire — et s'était produite en fait — sans déflation et nous en avons donné l'explication. Mais, à supposer une déflation réellement obtenue, une réduction des prix est fatale dans un temps plus ou moins long. Réapprécier l'unité monétaire — but affiché de la déflation — est, par définition même, diminuer la valeur des marchandises par rapport à celle de la monnaie, c'est-à-dire les prix.

De cette réduction des prix, il est certain que tout le monde ne bénéficie pas. Soit un industriel fabriquant un produit qui lui revient à 100 francs et qu'il compte, sur la foi des cours pratiqués, revendre 120. Si, toutes choses égales d'ailleurs, le prix de vente de ce produit tombe à 95, il est clair que l'industriel se trouvera dans une situation fâcheuse. A moins qu'en même temps tous les autres prix ne baissent, de manière que 95 francs aient le même pouvoir d'achat que 120, à moins en particulier que les dépenses de l'industriel en personnel et en matériel ne se réduisent d'autant. Or le synchronisme n'est pas parfait. De même qu'en période de hausse, les prix de vente s'élèvent généralement plus vite que les prix de revient, ce qui procure au fabricant un excédent de bénéfices, de même en période de baisse le prix de vente diminue plus vite que le prix de revient ; d'où perte, relative ou absolue, subie par l'industriel. Pour éviter la perte qu'il encourrait en continuant à travailler dans de telles conditions, l'industriel n'a donc qu'un moyen : c'est de réduire ses prix de revient dont l'élément principal est toujours, ou presque, le salaire

de ses ouvriers. Il résulte de ces constatations que si la baisse des prix n'est pas immédiatement accompagnée d'une baisse équivalente des prix de revient — c'est-à-dire des salaires, — l'industrie et le commerce souffrent. Au delà d'une certaine chute, c'est la crise. Si donc une politique de déflation diminuant les pouvoirs d'achat du public et assurant par conséquent la réduction des prix de vente, ne coïncide pas avec une compression des salaires, elle doit forcément accentuer la crise — si elle ne l'a pas provoquée. Or, en fait, c'est ce qui se produit, car l'une et l'autre réductions ne sont pas simultanées.

La déflation entraîne donc presque fatalement un moment assez difficile à passer pour le commerce et pour l'industrie qui voient baisser leurs prix de vente avant leurs prix de revient. Puis la baisse des salaires rétablit l'équilibre et finalement producteurs et salariés se retrouvent — à supposer que toutes choses soient demeurées égales d'ailleurs — dans la même situation qu'avant la déflation.

Dans le même temps, l'unité monétaire ayant récupéré sa puissance d'achat, tous les titulaires de créances libellées en un nombre déterminé de ces unités voient grandir leurs moyens réels d'achat : rentiers, pensionnés, fonctionnaires, employés, etc., en un mot toutes les victimes de l'inflation retrouvent dans une mesure plus ou moins grande leurs anciennes ressources. Ceux d'entre eux dont les traitements nominaux fixes ont été légèrement augmentés pendant la durée de l'inflation verront peut-être leur part nominale diminuée, mais leur part réelle se rapprochera de ce qu'elle était. Ainsi ceux qui ont été lésés

seront — du moins pour l'avenir — dédommagés. La notion de justice sera satisfaite.

Elle l'est théoriquement d'une façon absolue. En fait, il est vrai, elle a bien pour contre-partie certaines injustices : si le droit est de nouveau respecté, l'équité peut dans certains cas l'être moins. Pour tous les créanciers dont les titres sont antérieurs à une dépréciation sensible de la monnaie, il est extrêmement désirable de leur rendre le pouvoir d'achat auquel leur donnait droit leur créance exprimée en une monnaie saine. Mais s'il y a des créanciers dont les titres sont postérieurs à la dépréciation — et c'est le cas des nombreux rentiers de guerre et d'après guerre — n'est-ce pas leur accorder un avantage absolument injustifié que de leur payer en une bonne monnaie les arrérages d'une rente souscrite en argent déprécié ? La réponse est évidente. Mais pour ceux-là, des mesures spéciales peuvent être prises : des conversions sont possibles et s'imposeront probablement un jour ou l'autre. Aussi est-on fondé à dire que la déflation, rétablissant les situations respectives des différents groupes sociaux dans leur état normal, réduit au minimum les iniquités dues à l'inflation. Elle restaure dans son intégrité le principe fondamental sur lequel repose une société civilisée : celui du respect des contrats, de l'inviolabilité des engagements contractuels. Ses avantages priment d'autant plus ses inconvénients que la période qui s'est écoulée depuis le début de l'inflation a été plus courte (1).

(1) Voir à ce sujet la remarquable note soumise à la Conférence de Gênes, par M. Lepreux, Vice-gouverneur de la Banque Nationale Belge (Cf. Note, Circ. 29. Ch. Com. Int. p. 9.)

La déflation, en abaissant le niveau général des prix, est temporairement préjudiciable à certaines catégories d'individus, commerçants surtout, mais elle est favorable à l'ensemble de la collectivité, en d'autres termes au consommateur, puisqu'elle réduit pour tous le coût de la vie : or n'est-ce pas, comme le disait Bastiat, du point de vue du consommateur qu'il convient d'envisager et de résoudre les problèmes économiques ? Point de vue souvent méconnu de nos jours, mais qui demeure à nos yeux fondamental.

En même temps que la réappréciation intérieure de l'unité monétaire, la déflation, effectivement réalisée, doit logiquement amener sa réappréciation extérieure ; si l'objectif du retour à l'ancien étalon d'or est atteint, la parité du pouvoir d'achat de l'or et du papier doit fatalement porter celui-ci au pair des autres unités monétaires convertibles en or. C'est dire que le change national doit s'améliorer, jusqu'à atteindre le pair. Nous avons suffisamment insisté sur l'importance que présentait cette considération pour un pays comme l'Angleterre, regardé comme le banquier de l'univers. Le retour au pair, c'est le rétablissement du crédit national à l'étranger, c'est la démonstration que l'inconvertibilité de la monnaie de papier n'était que temporaire, qu'elle avait le caractère d'un simple moratorium, non d'une faillite. Et ces considérations ne sont pas seulement d'ordre sentimental, puisqu'aussi bien le retour au pair, c'est — avec tous ses avantages matériels — la récupération par la place de Londres de son rôle mondial.

C'est aussi la garantie la meilleure et la seule pos-

sible de la stabilité du change et des prix extérieurs. Ici encore toute insistance serait superflue ; personne aujourd'hui n'ignore les graves inconvénients que comportent les fluctuations brusques et imprévues des taux du change entre deux pays dont les monnaies ne sont plus commensurables. Enfin, la réappréciation de l'unité monétaire amène une diminution, exactement proportionnelle, des charges résultant du service de la dette extérieure. Les emprunts contractés aux États-Unis par l'Angleterre étaient, au 31 décembre 1919, de 6.595 millions de dollars. Si la livre valait $3 \frac{3}{4}$ dollars c'était, au taux de 5 %, 88 millions de livres à dépenser chaque année. Supposant que la livre réappréciée valût $4 \frac{3}{4}$ dollars, la dépense annuelle ne s'élèverait plus qu'à 69 millions de livres.

Tels sont, dans leur schéma théorique, les effets directs ou indirects de la déflation. De quel prix faut-il les payer ?

La condition essentielle, on l'a vu, de toute déflation, c'est la réalisation d'un excédent des recettes budgétaires sur les dépenses ; c'est l'ordre et l'économie dans les finances publiques. Dès l'instant que l'Angleterre adoptait pour objectif le retour à l'étalon d'or d'avant-guerre, il fallait réduire les dépenses et accroître les impôts. C'est une double opération qui ne peut naturellement s'effectuer sans douleur.

En général, les deux méthodes seront nécessaires pour aboutir à un résultat sérieux : il faudra tout à la fois comprimer les dépenses et augmenter les impôts. La déflation supposant un excédent des recettes sur les dépenses nécessite donc un effort

intense, d'autant plus rude qu'il sera plus rapide : les facultés d'achat du public se trouvant restreintes par l'impôt, et les dépenses de l'État l'étant par les économies, — les débouchés du commerce et de l'industrie peuvent en être resserrés. Mais à la vérité, la saignée opérée sur le contribuable ne sera nullement plus cruelle que celle effectuée par l'inflation sur tous les titulaires de revenus fixes. C'est une simple différence dans la répartition des charges. Et il ne peut y avoir de doute sur le point de savoir quelle est, des deux répartitions, la moins arbitraire, la moins injuste et la moins nocive. La déflation atteint en premier lieu les négociants et les producteurs — ce qui n'a rien d'anormal, puisque ceux-là ont été les privilégiés de l'inflation. Tant que l'ajustement des prix et des salaires ne s'est pas fait, la baisse des prix provoquée par la déflation ne peut pas ne pas être défavorable au commerce. Aussi préconise-t-on généralement une déflation très lente, très prudente, menée de façon à ne pas entraver la production. L'examen objectif que nous ferons plus loin des faits montrera ce qu'il faut penser de ce conseil : il prouvera tout d'abord qu'il n'est pas aisé, même en appliquant une politique déflationniste, de produire une déflation rapide, et qu'on ne la dose guère à volonté ; il fera ensuite ressortir qu'une déflation même lente et faible peut coïncider avec une forte baisse des prix. C'est que la moindre baisse des prix amène infailliblement la grève des consommateurs et que la baisse s'accroît plus vite que la déflation, qui ne fait alors que suivre la crise, au lieu de la précéder, comme on le croit souvent.

Ne pourrait-on pas, d'autre part, reprocher à une déflation lente de perpétuer la période de déséquilibre et d'instabilité qu'elle a précisément pour objet de faire cesser, et de ne pas procurer les avantages définitifs du rétablissement de l'étalon d'or effectif ?

En résumé la déflation suppose l'ordre, l'équilibre — et même mieux — dans les finances publiques ; elle donne l'assurance d'éviter les maux dont menace tout déséquilibre budgétaire : l'inflation et la banqueroute. Elle provoque l'économie, évite le gaspillage, incite à n'utiliser que d'une façon utile ou productive les deniers publics. Elle est un hommage rendu aux principes fondamentaux du droit et de la justice. Elle manifeste un état d'esprit d'énergie, de sacrifice collectif au salut général. Elle est la marque d'un pays fort, qui affronte courageusement une opération douloureuse pour recouvrer la santé.

* * *

Ces quelques explications concernant la nature et les effets de la déflation seront suffisantes, nous l'espérons, pour préciser la portée de la politique préconisée par la Commission d'enquête et un peu plus tard adoptée par le Gouvernement. Elles font pressentir les objections qui devaient lui être faites. Ces objections n'ont, comme on pense, pas manqué : et depuis l'inflation plus ou moins déguisée jusqu'à la déflation graduelle et discriminée, en passant par le maintien du *statu quo ante* et la dévaluation, bien des systèmes monétaires ont été suggérés. Il nous paraît intéressant d'en donner un aperçu.

Passons rapidement sur les thèses qui, en dépit des voiles dont elles s'enveloppent, peuvent être classées parmi les inflationnistes. Leur procès n'est plus à faire, et les discuter reviendrait à enfoncer des portes ouvertes. Nous rangerons dans cette catégorie notamment les systèmes qui veulent que toute traite commerciale donne lieu à une émission de billets, systèmes considérés comme élastiques, parce qu'ils prétendent régler la circulation sur les besoins de la production. Ils partent de cette idée simpliste que quiconque demande du crédit pour produire doit en obtenir. Ils oublient seulement que le résultat normal de ce crédit trop facile est une surproduction désastreuse, une spéculation effrénée, une hausse générale des prix avec toutes ses conséquences, en un mot tous les inconvénients de l'inflation. Considérer une traite comme un gage indubitable, — ce qui est une opinion fréquente — est d'ailleurs une erreur. Rien ne prouve *a priori* qu'une traite sera effectivement payée à son échéance ; rien ne prouve d'ailleurs qu'un crédit ouvert servira forcément à une création nouvelle de produits. Les systèmes — tel le régime grec préconisé par M. Larkworthy, président de la Banque Ionienne — qui veulent « mobiliser » toute la richesse nationale, en créant des billets contre toute sorte de papier commercial, aboutissant forcément à des surémissions dénuées de toutes limitations sérieuses. « Avec l'argent *ad libitum*, l'intérêt serait naturellement plus faible relativement aux profits et la marge plus grande de bénéfices provoquerait une demande accrue de travail, la hausse des salaires et celle des prix ; aussi faudrait-il plus d'ar-

gent en circulation et en comptes courants (1) ». Avec un étalon d'or, il y a une limite à la circulation, aux engagements des banques, donc un frein à l'élévation des prix. Un étalon basé sur le prix général des produits (*general goods standard*) ne constituerait pas un frein, parce que le prix des produits augmentant, la base de la circulation s'accroîtrait d'autant. Ce serait alors le cercle vicieux : hausse des prix, hausse des salaires, d'où inflation nouvelle, et ainsi de suite.

Quant aux procédés déflationnistes prétendant éviter toute gêne, même momentanée, causée aux producteurs, on a vu qu'ils étaient illusoires.

Arrivons donc aux systèmes comportant un *statu quo*, avec ou non dévaluation légale.

Les difficultés et les inconvénients inhérents à la déflation ont, dans beaucoup de pays, amené certains économistes et certains financiers à défendre une thèse toute différente : celle de la stabilisation des conditions monétaires auxquelles les circonstances ont abouti. On regarderait comme définitif l'établissement d'un nouvel équilibre, d'une nouvelle échelle des prix ; on cristalliserait à un moment donné la situation alors atteinte. Ainsi l'on éviterait les rudes efforts, les réadaptations de prix, de salaires notamment, qu'implique le retour aux anciennes conditions. On rendrait inutiles les réajustements à opérer en sens contraire de ceux déjà si péniblement effectués. On diminuerait la charge incombant au contribuable pour la laisser à celle des personnes à revenus fixes

(1) *Economist*. C. H. BENNET. 3 mai 1919.

victimes de l'inflation. Le point de départ est donc l'admission qu'à la suite du bouleversement monétaire, un équilibre économique nouveau s'est constitué et qu'il y aurait moins d'inconvénients à obtenir une stabilité rapide sur ces bases nouvelles qu'à opérer, au prix peut-être de malaises commerciaux et de désordres sociaux, un lent rétablissement de la situation ancienne. Ces arguments ne sont assurément pas sans valeur et la force des choses les fera sans doute triompher dans un grand nombre d'États.

La première qualité d'une monnaie, dit-on avec raison, est d'être stable. Pour que la stabilité cherchée soit réellement obtenue, il faut qu'elle soit assurée par une limitation effective de la circulation, et l'on est généralement d'accord pour reconnaître qu'il n'est pas de meilleur moyen d'obtenir cette limitation que l'emploi d'un étalon d'or. La stabilisation supposera par conséquent, la convertibilité en or de l'unité monétaire, mais l'échange du papier-monnaie s'effectuera contre un poids d'or légalement diminué. C'est alors, non seulement le *statu quo* de fait, mais la dévalorisation légale. Les conditions essentielles de réalisation en sont bien connues : il faut que la reprise, même sur une base réduite, des conversions de papier en or ne risque pas d'être rendue impossible, soit par un accroissement exagéré de la circulation, soit par une balance déficitaire des comptes entraînant de trop larges exportations de métal précieux. Il n'y a pas à insister sur ces notions élémentaires, communes d'ailleurs à tout régime d'étalon d'or réel.

Un argument surtout est invoqué en faveur de la dévaluation et contre la déflation : la réappréciation

de l'unité monétaire rendra écrasant le service de la dette publique. La grande majorité des emprunts de l'État britannique, en effet, ont été contractés à un moment où la monnaie était dépréciée, ainsi qu'en fait foi le tableau suivant (1) :

Livres empruntées en monnaie saine :

Avant 1914, 710 millions, à l'indice des prix. 100

Livres empruntées en monnaie dépréciée :

1914-1915,	390 millions à l'indice des prix..	113
1915-1916,	519 — — — ..	139
1916-1917,	1.623 — — — ..	184
1917-1918,	1.499 — — — ..	220
1918-1919,	1.344 — — — ..	237
1919-1920,	549 — — — ..	270
1920-1921,	216 — — — ..	272

Payer en bonne monnaie les intérêts de dettes contractées en monnaie dépréciée, c'est donner aux porteurs un avantage anormal, injustifié, aux dépens des contribuables dont les épaules plieront sous le faix. La dette nationale est en 1919 de 7 milliards $3/4$ de livres. La livre est alors à 25 % du pair. La fortune nationale est à cette époque évaluée par un statisticien notoire, Sir J. Stamp, sur la base de la livre papier, à 30 milliards de livres environ. Si la réappréciation de la livre réduit ces 30 milliards de 25 %, soit 22 $1/2$, la dette nationale qui représentait en 1919 un quart de la fortune publique et paraissait déjà bien lourde, en représentera le tiers, fardeau insupportable, disent les antidéflationnistes.

(1) *Economist*, 11 février 1922.

Sans doute on peut répondre que le crédit de l'État s'améliorant au fur et à mesure de la réappréciation de la livre, l'intérêt diminuera, et que des conversions seront possibles qui allégeront d'autant le service de la dette. Encore faudra-t-il, pour respecter intégralement les engagements pris, attendre l'époque contractuellement prévue pour ces conversions éventuelles, ce qui pour certains emprunts retardera l'opération pendant assez longtemps (1). D'ici là la charge sera lourde, si lourde que l'on peut se demander si des mesures spéciales, des conversions anticipées par exemple, ne s'imposeront pas. Ces mesures auraient pour effet de frapper, très équitablement semble-t-il, le créancier, *profiteur* de la déflation, au même titre que l'impôt sur les bénéfices exceptionnels de guerre frappe le commerçant, l'industriel, *profiteur* en période d'inflation.

Quoi qu'il en soit, si l'on refuse d'en arriver là, il faut bien envisager, au moins pendant un temps, une charge — écrasante disent les uns — due au service de la dette. Cet inconvénient de la déflation, joint à ceux déjà signalés (effort fiscal, rationnement de crédits, surtout réajustement pénible de prix et

(1) Beaucoup moins en Angleterre qu'ailleurs, cependant. Le tableau ci-dessous permet de s'en rendre compte : il donne pour chacun des emprunts anglais les conditions d'émission et de remboursement.

3 1/2 % 1914. — (£ 62,745,476 en circulation en octobre 1922) remboursable au pair le 1^{er} mars 1928, ou, sur préavis de 3 mois de la part du Gouvernement, à partir du 1^{er} mars 1925.

4 1/2 % 1915. — (£ 12,804,451, en circulation en octobre 1922) remboursable au pair le 1^{er} décembre 1945, ou, sur

de salaires) vaut dans bien des pays de nombreux partisans à une dévaluation de l'unité monétaire. « Une longue période de baisse de prix » — écrit un correspondant de l'*Economist*, M. Craies, le 11 juin 1921 — « est un facteur de troubles sociaux, néfaste pour les affaires, pour les finances publiques, pour la paix sociale. Aucun argument juridique ne prévaudra là contre et ne justifiera que l'on prélève sur le contribuable « cette livre de chair ». Ce qui importe, c'est la stabilité ».

Mais, avons-nous dit, cette théorie suppose qu'un ordre économique, fondé sur la base nouvelle d'une monnaie dépréciée, s'est réellement établi, ordre qu'une contraction monétaire bouleverserait à nouveau. Le professeur Cassel l'estime ainsi quand il écrit dans son memorandum à la Conférence financière de la Société des Nations (27 octobre 1921) qu'il faut tendre « à l'équilibre entre les prix des produits et leur coût de production avec le minimum de changement des salaires et des autres prix entrant dans leur production ». Or c'est là un point de départ extrêmement contestable — et qui l'était surtout lorsque la Grande-Bretagne fit choix d'une politique monétaire en 1919.

préavis de 3 mois par le Gouvernement, à partir du 1^{er} décembre 1925.

5 % 1917. — (£ 1,906,234,000, en circulation en octobre 1922), remboursable au pair le 1^{er} juin 1949, ou, sur préavis de 3 mois par le Gouvernement, à partir du 1^{er} juin 1929.

4 % 1917. — (£ 66,782,000, en circulation en octobre 1922), remboursable au pair le 15 octobre 1942, ou, sur préavis de 3 mois par le Gouvernement, à partir du 15 octobre 1929.

Certains théoriciens cependant — et ce ne sont ni les moins intéressants ni les moins savants — vont plus loin encore. Le niveau absolu des prix et par conséquent le choix de l'unité monétaire est, disent-ils, absolument indifférent. Ce qu'il faut obtenir, c'est un étalon de valeur digne de foi, c'est-à-dire absolument stable. Il n'y a de variations de prix que par rapport à un terme de comparaison : il importe que ce terme soit invariable. On croit généralement que l'étalon d'or remplit cette condition. C'est une grave erreur. L'histoire de la monnaie est là pour le prouver : tout le long du *xix^e* siècle, notamment, la valeur de l'or, exprimée par le niveau général des prix, a subi de larges fluctuations.

Les prix en or entre la période de 1821-1825 à 1846-1850 ont baissé de 25 %; de 1846-1850 à 1871-1875 ils ont augmenté de 20 %. La chute est frappante de 1871-1875 à 1894-1898 (— 40 %) tandis que de 1894-1898 à 1906-1910 il y a hausse de 25 %. Ces variations peuvent être attribuées à la fois à l'abondance plus ou moins grande de la production et surtout à la politique monétaire pratiquée par les divers États : successivement de 1871 à 1879, l'Allemagne, l'Union monétaire scandinave, les pays d'Union latine, enfin, les États-Unis adoptèrent la base de l'or. Plus récemment, la substitution du papier à l'or dans un grand nombre de pays avait, en mai 1920, déprécié le métal jaune de 60 %, et, depuis, la restriction du crédit aux États-Unis l'a réapprécié, le ramenant à 25 % au-dessous de son niveau d'avant-guerre.

Peut-on alors dire que le pouvoir d'achat de l'or n'est pas affecté par la politique individuelle des

Gouvernements étrangers ? Et une influence exercée d'une façon coordonnée par un accord international n'est-elle pas préférable à cette influence individuelle capricieuse et chaotique ? L'adoption ou l'abandon par tel ou tel pays de l'étalon d'or a une répercussion immédiate et importante sur la valeur du métal jaune. Ce qui s'est produit dans le passé se reproduira dans l'avenir. Aussi est-ce une tâche vaine pour un seul État que de rechercher une stabilisation des prix par le moyen de l'or. Ce qu'il faut, c'est un nouvel étalon des valeurs, une monnaie scientifiquement réglée qui aura la qualité que n'ont pas les métaux précieux. L'heure est propice pour l'établir. Ce n'est pas au reste une idée neuve ; dès 1822, J. Lowe y faisait allusion. S. Jevons et Walras l'ont développée ; M. Irving Fischer l'a plus récemment reprise aux États-Unis. Dans son principe, elle est d'ailleurs simple, étant une application précise de la théorie quantitative.

« L'établissement d'un nombre indice servant de table de références n'est pas difficile. Il suffit de prendre une liste des principales marchandises-types, aliments, textiles, minerais, bois, etc. La quantité de chaque produit entrant dans la composition de l'étalon serait proportionnelle à la valeur moyenne de la consommation annuelle. Le tout ayant été chiffré à un prix donné, à une date base, le serait de nouveau périodiquement. La circulation monétaire serait contrôlée de manière à maintenir stable le prix total. Si les prix montraient une tendance à monter, circulation et crédit seraient restreints par l'un des moyens suivants : 1° Elévation du taux de l'escompte, restriction des prêts, de manière à opérer

pression sur les détenteurs des marchandises ; 2° Ventes de valeurs tenues en réserve et rétention de la monnaie remise en paiement ; 3° Emprunt sur le marché. Si au contraire les prix baissaient, la circulation serait accrue par les procédés inverses (1).

« Les administrateurs de la Banque d'Angleterre peuvent régler la circulation et le taux de l'escompte de manière à maintenir la parité de la livre avec une moyenne de tous les changes étrangers ; ou bien, de manière à la maintenir au pair avec un nombre indice des valeurs de marchandises générales, indice établi scientifiquement, tel qu'il commanderait, comme mesure des valeurs, la confiance et le respect du monde entier. Le second système est certainement le meilleur... Ainsi les commerçants et industriels seraient assurés de la stabilité sans laquelle les affaires sont un chaos, les salaires n'auraient plus à être modifiés, comme aujourd'hui, d'après un « index number », parce que la circulation elle-même garantirait la constance des valeurs (2) ».

Il n'est pas certain que la réalisation pratique de ce système en soit aussi simple que la théorie. Il est douteux qu'en aucun pays on obtienne avec quelque étalon que ce soit une garantie aussi effective contre les émissions excessives qu'avec le frein automatique de l'or. La stabilité de la mesure des valeurs n'est évidemment pas assurée par l'or d'une façon absolue. Elle l'est néanmoins dans des proportions relativement satisfaisantes.

(1) C. CRAIES.

(2) F. WIGGLESWORTH. *Economist.*, 9-7-21.

Il va sans dire que ce système, si séduisant qu'il puisse être d'un point de vue intellectuel, et que nous mentionnons parce qu'il a trouvé en Angleterre quelques défenseurs habiles et compétents, n'est pas sorti du domaine de la doctrine purement spéculative et qu'il n'est pas question qu'il en sorte pour l'instant.

Quant à la politique de dévaluation proprement dite, elle a naturellement d'autant plus de chances de succès que la dépréciation de la monnaie nationale est plus forte, que par conséquent l'effort à faire pour remonter la côte apparaît plus intense et plus long.

En Angleterre, en 1918-1919, quand naissait le problème, les effets de l'inflation étaient encore trop récents pour qu'une révision générale des valeurs se fût déjà opérée. A ce moment, la question de la dévaluation ne se posait pas. Ce n'est d'ailleurs que sensiblement plus tard qu'elle fit son apparition dans les discussions techniques. Elle fut notamment l'objet d'un intéressant projet présenté à l'Institut des Banquiers par un financier distingué. Mais dans un pays où la perte subie par l'unité monétaire était relativement faible, où d'ailleurs la restauration absolue du crédit national présentait un intérêt tout particulier, la cause de la dévaluation, si bien défendue qu'elle pût être, ne devait jouir que de peu de crédit. Les paroles prononcées par un des grands financiers d'Angleterre, Sir H. Goschen, résument l'opinion non pas unanime, mais générale, de la Grande-Bretagne sur ce sujet capital : « Il est assez fâcheux d'être pauvre, mais le paraître est pire... La dévaluation non seulement détruirait à jamais la situation de l'Angleterre comme *clearing house* de l'univers — situation que,

j'en suis persuadé, nous récupérerons avec le temps, — mais encore équivaldrait à répudier les obligations contractées au cours des siècles... Je ne pense pas qu'il soit nécessaire de recourir à une politique aussi pusillanime, qui, à mon avis, serait la confession d'un désastre et serait manifestement injuste à l'égard d'une fraction importante de la collectivité ».

CHAPITRE III

Les applications de la politique monétaire anglaise depuis l'armistice.

Nous venons de passer rapidement en revue les différents systèmes entre lesquels les pouvoirs publics britanniques étaient pressés de choisir, lorsqu'à la fin des hostilités, le problème monétaire se posa. Nous avons vu notamment quelles étaient les recommandations officielles de la Commission présidée par Lord Cunliffe et nous en avons analysé la portée. Il nous faut maintenant étudier quelles ont été les vues adoptées par le Gouvernement britannique, dans quelle mesure elles ont été secondées par la Banque d'Angleterre et par les Joint Stock Banks, de quelle manière et avec quel succès la ligne de conduite théoriquement admise a été suivie en pratique.

Le rapport du Comité Cunliffe parut quelques jours avant l'armistice. Déjà, éclairée par quelques économistes, la presse avait maintes fois discuté la question monétaire, dont elle avait précisé la nature et l'importance. La politique du retour à l'étalon d'or d'avant-guerre rencontrait une assez générale appro-

bation. Mais les opinions variaient sur les moyens d'y parvenir et davantage encore sur la rapidité avec laquelle il convenait d'y tendre. La Commission Cunliffe était à cet égard demeurée dans le vague : « le plus tôt possible » écrivait-elle, avec une prudence justifiée — sans préciser ce que devait être à son avis la période de transition.

Le déflationnisme intransigeant comptait des partisans, au nombre desquels il faut citer l'*Association pour la Saine Monnaie*, présidée par M. Mason, membre du Parlement, dont les efforts ne se ralentirent à aucun moment. Mais des voix autorisées s'élevaient pour prêcher la prudence.

Un rapport intéressant, émanant d'un Comité nommé par la Chambre de commerce de Londres, suivit de peu les travaux de la Commission officielle. D'accord avec celle-ci sur l'opportunité de maintenir l'or comme fondement du régime monétaire, il différait d'avis sur le mode d'émission qu'il y avait lieu d'adopter pour les billets de banque, sur les garanties de la circulation fiduciaire au sujet desquelles, dans son désir d'obtenir toute « l'élasticité » possible, le Comité émettait des opinions dont certaines étaient assurément discutables. Critiquant les méthodes d'avant-guerre et par suite les conclusions de la Commission Cunliffe qui proposait d'y revenir, le Comité de la Chambre de commerce préconisait la couverture par de l'or, jusqu'à concurrence d'un tiers, des émissions de papier : la couverture pourrait être moindre pour les petits billets que pour les gros — proposition au moins curieuse.

Quant à l'organisation de la Banque d'Angleterre,

elle devrait être modifiée, disait-il ; les deux départements devraient être fondus en un seul. En un mot, le Comité, tout en voulant le retour à l'étalon d'or, s'élevait contre la rigidité des systèmes bancaires fixant les conditions d'émission des billets et voulait un régime plus souple.

Ce n'était pas une question nouvelle, pas plus que n'étaient inédites les solutions envisagées. Pendant la guerre même, un financier de premier plan, Sir E. Holden, les avait développées dans des discours assez retentissants. Un autre grand banquier, M. Goodenough, président de la Barclays Bank, proposait la couverture immédiate des Currency notes par de l'or dans une proportion qui pourrait être de 10 % pour commencer, puis s'accroître graduellement jusqu'à 20, 30 % et plus : il considérait la limitation immédiate, sous cette forme, des Treasury notes, comme indispensable à l'assainissement nécessaire de la circulation. Il n'y a pas à dissimuler que la politique monétaire officiellement préconisée a été à maintes reprises attaquée par quelques-uns des principaux financiers anglais. Nous l'avons déjà indiqué au chapitre précédent. Les critiques qu'elle suscitait ont été, un peu plus tard, exposées sous une forme particulièrement saisissante par M. Mac Kenna, dans un des discours qu'il prononça en qualité de président de la London City and Midland Bank (janvier 1921). M. Mac Kenna distinguait parmi les diverses formes d'inflation, celle due à la suractivité commerciale, à la spéculation — inflation temporaire — qui paraissait bien comporter comme remède la hausse de l'escompte et la restriction du crédit. Mais ces

remèdes sont à son avis tout à fait inefficaces lorsqu'il s'agit d'une inflation permanente due à la création constante par l'État de moyens de paiement en vue de subvenir à des dépenses de guerre. « Cette inflation monétaire ne comporte aucun remède par l'élévation de l'escompte et la contraction du crédit... Les salaires et les contrats de toutes sortes sont ajustés aux nouveaux prix et les nouveaux capitaux sont engagés dans les affaires sur ces bases nouvelles. Dans ces circonstances, le premier effet de toute tentative pour faire la baisse des prix au moyen de la déflation monétaire ne peut être qu'une grave atteinte à la situation du commerce. Une politique affirmée de déflation monétaire est un avertissement public au commerçant qu'il doit se préparer à perdre sur tous les contrats de ventes futures... Une politique de déflation graduée se proposant de ne pas gêner la production est impossible à pratiquer. Le commerce ne peut prospérer dans une baisse continue des prix. Lorsque l'homme d'affaires se rend compte qu'il ne peut éviter de perdre, il arrête évidemment toutes ses entreprises, car on ne peut éliminer le fait que le seul but du commerce est le gain.

« La déflation définitive ne peut être réalisée que par la diminution du pouvoir d'achat, c'est-à-dire par le remboursement de la dette publique. Mais il n'y a pas moyen d'atteindre cet objectif, comme le préconise le Trésor, par une politique de lourds impôts qui ne peut que ruiner le commerce et la production. L'exagération fiscale a fait ses preuves l'année dernière et on a vu qu'il y a des limites, au delà desquelles l'industrie et le commerce ne peuvent être frappés

sans danger. Cette limite est dépassée lorsque les commerçants sont obligés de faire appel à leur banquier pour payer leurs impôts, ce qui augmente encore l'inflation. Dans les circonstances actuelles, le remboursement de la dette doit être obtenu par des économies sur les dépenses, et sur cette base, la déflation peut être sans danger pour le commerce. »

Nous avons déjà, dans le chapitre précédent, esquissé dans leur schéma théorique les objections auxquelles pouvait donner prise une politique de déflation. Nous n'y reviendrons pas plus longuement. Nous avons seulement voulu mentionner certains des commentaires les plus intéressants qu'a provoqués le programme tracé par la Commission Cunliffe.

Remarquons qu'en dépit de ces critiques, le retour à l'ancien étalon d'or était assez généralement regardé comme désirable. On n'était guère divisé que sur les meilleurs moyens d'y parvenir. Observons aussi l'unanimité avec laquelle on chantait alors, en Angleterre comme ailleurs, le fameux hymne à la production — sans que personne, ou presque personne, s'avisât d'ajouter que la production n'avait d'intérêt que si elle s'effectuait dans des conditions de prix de revient raisonnables.

Il semble donc que dès la cessation des hostilités, les pouvoirs publics dussent être dûment éclairés et en état de décider d'une politique. Mais s'ils l'étaient, il faut reconnaître qu'ils ne le manifestèrent pas : pendant longtemps ils se montrèrent même aussi réservés en paroles que discrets en action, ce qui pour un Gouvernement est assez anormal.

Déjà cependant, lors de la présentation au Parle-

ment du budget de l'exercice 1919-1920, M. Chamberlain avait jeté quelque lumière sur les intentions du Gouvernement. Il insistait sur la nécessité d'équilibrer le budget au moyen de recettes normales, de n'emprunter — en cas de besoin — qu'à d'authentiques souscripteurs, et de rembourser la dette flottante. Bien qu'il s'agît là de directives financières très générales, on pouvait en déduire que le Chancelier entendait pratiquer en principe une politique de déflation. Mais ce n'étaient que des indications assez vagues : aussi bien le ministre n'était-il pas encore lui-même bien fixé, puisqu'il déclarait nécessaire l'établissement d'une nouvelle échelle générale de prix avant qu'on puisse déterminer le volume de la circulation auquel il conviendrait de s'arrêter : une pareille condition paraissait incompatible avec l'intention délibérée de revenir à l'ancien étalon d'or.

Au mois de novembre 1919, un débat eut lieu à la Chambre des Lords sur la circulation monétaire. Dans un intéressant discours, Lord d'Abernon fit le procès de l'inflation et montra les troubles sociaux dont elle était responsable — ce que la Commission des changes n'avait pas fait. Il réclamait une saine politique monétaire et voulait d'ailleurs qu'elle fût l'objet d'une enquête internationale. Lord Middleton, de son côté, reprocha vivement au Gouvernement son inertie : « Le Comité Cunliffe a indiqué les remèdes, disait-il. Qu'on les applique ».

L'attitude du Gouvernement — représenté par un Sous-Secrétaire d'État — était encore bien hésitante et timide. Lord Peel se contentait de déplorer les résultats d'une inflation qu'il déclarait inévitable :

il n'indiquait pas que le Gouvernement fût décidé à recourir à une méthode quelconque d'assainissement.

Le mois suivant, néanmoins, le Gouvernement crut devoir sortir d'une réserve que beaucoup jugeaient excessive. Il venait à ce moment de recueillir un supplément d'information et de recevoir de nouvelles recommandations autorisées : la Commission Cunliffe avait, en novembre, remis son rapport définitif, qui se bornait d'ailleurs à préciser certains points auxquels le rapport préliminaire n'avait pu que faire allusion. Dans ce document, rédigé à la lumière d'une expérience plus grande, tous les principes émis un an plus tôt étaient entièrement confirmés. Le retour à l'or et aux saines méthodes financières d'avant-guerre, l'augmentation de la production, la cessation des emprunts de l'État, la diminution des dépenses publiques, telles étaient toujours les directives. Les inconvénients des avances par Voies et Moyens, détournées de leur destination naturelle (1), étaient une fois de plus particulièrement signalés. Enfin la Commission jugeait le moment venu de mettre en pratique le conseil donné par elle l'année précédente en ce qui concernait la limite à imposer à l'émission fiduciaire des Currency Notes.

C'est le 17 décembre 1919 que fut instituée à la Chambre des Communes une discussion au cours de laquelle le Chancelier prit position.

« M. Chamberlain (2) reconnaissait que l'inflation

(1) Voir la lettre du Gouverneur de la Banque d'Angleterre au Chancelier de l'Échiquier. Livre blanc, 22-9-19.

(2) D'après le compte rendu analytique du *Times*.

monétaire était principalement le résultat d'une inflation du crédit, et qu'il n'était pas possible de remédier efficacement aux excès de la première sans s'en prendre à la seconde. Toutefois une réduction subite et brutale du crédit entraînerait des conséquences désastreuses, non seulement pour l'équilibre des recettes et dépenses, mais encore pour l'ensemble de l'armature économique du pays. Elle produirait une chute brusque des salaires, et détruirait l'équilibre du budget au moment précis où on pouvait espérer y atteindre. Il fallait que l'évolution s'accomplît sans à-coups ; il fallait s'adapter sans cesse à la situation, et pouvoir modifier de temps en temps son attitude, au fur et à mesure que les effets des dispositions prises se manifesteraient.

« M. Chamberlain pensait qu'il eût été tout à fait imprudent de fixer dans les premiers mois de l'année 1919 une limite maximum aux émissions de billets pour l'année suivante. Mais il croyait, et le Comité de la Circulation monétaire était d'accord avec lui, que le moment était venu où une telle limite pouvait être fixée sans imprudence, et il souhaitait que ce maximum ne fût pas définitif. Il ne voulait pas essayer de prédire quel serait à ce sujet le cours des événements pendant la prochaine année. Préciser davantage la ligne de conduite à tenir par le Gouvernement était, à son avis, hasardeux et prématuré.

« M. Chamberlain estimait d'ailleurs téméraire de croire que si, par un coup de baguette magique, il était possible de revenir à la circulation telle qu'elle était en 1914, toutes autres conditions d'avant-guerre seraient rétablies. Il ne pensait pas que cela

fût possible ni même désirable. Si le niveau d'existence de la classe ouvrière devait être plus élevé qu'autrefois, on ne pouvait revenir aux anciens prix, à moins que de nouvelles méthodes de production ne vinssent compenser l'élévation du coût de la main-d'œuvre. Deux remèdes devraient être appliqués autant que possible à la situation existante. Le premier consistait à accroître la production, remède sans lequel aucun autre ne serait suffisant. Le second consistait à cesser d'équilibrer par l'emprunt les recettes et les dépenses de l'année. C'est là le premier devoir qu'il se proposait d'accomplir. Quand ce résultat serait atteint, il s'attacherait aussitôt que possible à rembourser l'ancienne dette, et en premier lieu à réduire, dans une juste mesure, la dette flottante.

« Puis les conversions viendraient, mais seulement après un commencement de remboursement, ou du moins après la cessation de nouveaux emprunts. Elles consisteraient dans la transformation des valeurs à court terme en valeurs de beaucoup plus grande durée. C'était un excellent moyen, recommandé par le Comité de la Circulation monétaire, de ramener les avances par Voies et Moyens à leur destination légitime qui est de couvrir les différences d'une durée de quelques semaines, entre les recettes et les dépenses. Il était aussi très désirable de réduire le nombre considérable de billets du Trésor qui resteraient en circulation à la fin de l'année.

« Mais M. Chamberlain ne pensait pas que ce fût une bonne opération financière que d'essayer, dans les circonstances actuelles, un emprunt de conversion. Il ne pensait pas qu'on trouvât des souscrip-

teurs pour un tel emprunt tant que le Parlement n'aurait pas montré qu'il était en mesure de faire face aux dépenses de l'État, que le système consistant à emprunter pour équilibrer le budget était abandonné, et que le remboursement de la dette allait effectivement commencer. »

On voit avec quelle prudence, d'ailleurs légitime, le Chancelier traitait cette question capitale. Il n'envisageait en somme pas d'autre remède à la situation monétaire que l'accroissement de la production — oubliant de préciser les conditions sans lesquelles ce remède demeurerait illusoire — et l'équilibre budgétaire permettant de contracter un emprunt de conversion destiné à la réduction de la dette flottante. Comme mesure immédiate, M. Chamberlain adoptait une suggestion du Comité Cunliffe et limitait pour 1920 au chiffre maximum atteint l'année précédente l'émission des Currency notes. Disposition toute platonique, annoncée par une circulaire de la Trésorerie (*Treasury minute*) datée du mois de novembre, qui ne faisait à la vérité que marquer une tendance, que servir d'avertissement.

Chose curieuse, le Chancelier ne faisait pas allusion à l'emploi de l'arme usuelle pour éviter les excès de la spéculation et de la circulation : la hausse du taux de l'escompte. Pourtant, dès le 6 novembre précédent, la Banque d'Angleterre avait cru devoir en user : le taux de l'escompte (5 % depuis 1917) avait été porté à 6 %.

* * *

Le Gouvernement s'était donc déclaré favorable à la politique préconisée par la Commission Cunliffe.

Dans quelle mesure cette politique a-t-elle été pratiquée ? C'est ce que nous allons examiner. Procédant chronologiquement, nous indiquerons d'abord les mesures, d'importance d'ailleurs secondaire, prises dès 1919 ; nous verrons ensuite l'application systématique en 1920 des principes déflationnistes, aussi bien dans le domaine proprement monétaire — jeu du taux de l'escompte, action des banques — que dans celui des finances publiques — impôts, économies, excédents budgétaires consacrés à la réduction de la dette, principalement de la dette flottante. Nous étudierons enfin la continuation en 1921 et 1922 de cette double action, monétaire et fiscale.

Bien que le Gouvernement n'ait nettement exposé ses conceptions qu'à la fin de 1919, il avait déjà, au cours de cette première année de paix, pris un certain nombre de mesures inspirées par le désir d'assainir les finances publiques et de ramener progressivement à un état normal la situation monétaire.

Cette double préoccupation s'était fait jour dès le printemps. A cette époque, c'est-à-dire à l'expiration de l'exercice 1918-1919, la dette flottante se trouvait plus forte que jamais, ayant depuis un an augmenté de 246 millions de livres : les avances par Voies et Moyens — les pires de toutes, car elles sont sans contre-partie d'aucune sorte — avaient à elles seules augmenté de 262 millions de livres (1). D'autre

(1) Au 31 mars 1919, la dette flottante proprement dite se décomposait ainsi (d'après l'*Economist*) :

Voies et Moyens	455 millions de livres.
Bons du Trésor	957 — —

Les comptes officiels périodiquement publiés dans les

part la cessation des hostilités n'avait pas arrêté la fabrication des Currency notes, dont le volume s'était considérablement enflé depuis l'armistice. Enfin le déficit de l'exercice 1918-1919 ne se chiffrait pas par moins de £ 1.690.280.000 ; jusqu'à la fin de 1918, en effet, les dépenses de guerre avaient dépassé tous les records.

Cependant le budget 1919-1920 ne prévoyait guère que des augmentations d'impôt d'une importance secondaire, portant surtout sur les contributions indirectes. Le taux de l'income-tax n'était pas modifié : il est vrai qu'il atteignait déjà le coefficient très fort de 6 sh. 4 par livre — sans préjudice de la super-tax. (Rappelons qu'il n'était que de 1 sh. 2 par livre en 1913-1914). L'Excess Profits Duty était même réduit de 80 à 40 %. Quant aux projets d'impôt sur le capital, présentés de divers côtés, ils étaient, grâce

journaux financiers, notamment dans l'*Economist*, ne distinguent pas, à cette date, entre les deux sortes d'avances dites de « Voies et Moyens ». Ce n'est qu'à partir de juin 1919 que l'on voit faire la discrimination entre les avances directement faites par la Banque d'Angleterre à l'État, et celles faites par les « Départements publics ». Les premières sont des prêts sans contre-partie d'aucune sorte et constituent, comme chez nous les avances de la Banque de France, de l'inflation pure et simple : il y a création de crédit, de moyens de paiement, non gagés. Le caractère des avances des « Départements publics » est moins nocif que celui des avances de la Banque ; leurs fluctuations ont aussi été beaucoup moins fortes et moins caractéristiques (Voir tableau, page 167). Nous verrons plus loin que l'énormité du chiffre atteint en juillet 1919 par les avances de la Banque, et la disparition aujourd'hui complète de ces avances, illustrent d'une façon saisissante les applications et les effets de la politique monétaire britannique.

à l'hostilité justifiée du Chancelier, repoussés par la Chambre des Communes. Tel qu'il était, le budget comportait la prévision d'un déficit de £ 233.800.000 qu'il fallait par conséquent combler au moyen de l'emprunt. Le Gouvernement, sans formuler encore clairement sa pensée, marqua son intention de ne pas ajouter aux charges de la dette flottante, en recourant, comme il eût pu le faire, à l'émission, dans des conditions nouvelles, de bons ou d'obligations du Trésor ; mais au contraire de contracter un emprunt à long terme destiné à consolider la dette flottante, voire même à la rembourser dans une certaine mesure. C'était en vérité le commencement de réalisation d'un article du programme tracé par la Commission Cunliffe. Ce fut l'objet du double emprunt 1919 : Emprunt de la Victoire 4 %, et Emprunt de Consolidation 4 %, souscrits en juin et juillet 1919.

Pendant la période de souscription, les émissions de bons du Trésor ayant été arrêtées, on vit s'enfler démesurément les avances par Voies et Moyens, qui passèrent de 455 à 929 millions de livres (1), chiffre réellement formidable. Les avances de la Banque d'Angleterre s'étaient à elles seules élevées à plus de 700 millions de livres au milieu de juillet.

Les résultats globaux de l'emprunt parurent satisfaisants. (Ils dépassaient 700 millions de livres). Cependant, pour aboutir à l'assainissement cherché, il eut fallu que les souscriptions représentassent de véritables prélèvements sur l'épargne nationale et

(1) Voir tableau p. 167, d'après les comptes officiels publiés par l'*Economist*.

non pas de simples créations de nouveaux crédits de banque. Or il est certain que l'effort nécessaire en ce sens ne fut pas accompli : le régime de la poudre aux yeux n'était pas abandonné ; à l'instigation même du Gouvernement, les banques donnaient, à ceux qui voulaient emprunter pour souscrire, des facilités spéciales (1). D'autre part, l'objectif même de l'emprunt ne fut pas atteint : au lieu de permettre, comme ils devaient le faire, l'amortissement de la dette flottante et la liquidation des crédits de banque qui avaient enflé la circulation, les fonds obtenus ne servirent guère qu'à régler de nouvelles dépenses. Sans doute, les avances par Voies et Moyens sont, après l'emprunt, redescendues de 929 millions à 558 millions de livres, mais en même temps les bons du Trésor s'accroissaient de plus belle. Du milieu de juillet à la fin de décembre 1919, les avances de la Banque d'Angleterre sont tombées de 703 à 56 millions de livres, tandis que les bons passaient de 628 à 1.106 millions de livres.

De son côté, la circulation des Currency notes se chiffrait au 31 décembre 1919 par 356 millions de livres contre 323 millions au 31 décembre 1918. Il ressort donc de ces indications diverses qu'en ce qui concerne l'action gouvernementale, l'année 1919 ne fut marquée par aucune réalisation sur les points essentiels du programme tracé par la Commission Cunliffe.

Pourtant une mesure importante, du moins dans son principe, avait été prise, sur laquelle il est néces-

(1) Voir *Economist*.

saire d'insister. Tout d'abord, du compte officiel des Currency notes publié en août 1919, il ressortait qu'une des suggestions de la Commission de la Circulation avait été mise en pratique, bien modestement, il est vrai : 250.000 livres de billets de la Banque d'Angleterre avaient été portées à la réserve constituée en contre-partie des Currency notes. Au 31 décembre, le chiffre s'en élevait à 4 millions.

On a vu plus haut (1) comment, jusqu'alors, les « Currency notes » émis n'avaient pour contre-partie que des valeurs d'État, généralement des Bons du Trésor, c'est-à-dire une couverture illusoire que rien ne limitait. Désormais, à partir d'août 1919, il fallait que toute sortie de Currency notes eût pour gage, versé à la réserve de ce compte, une proportion de billets de la Banque d'Angleterre. L'émission de ces billets étant limitée, l'obligation imposée constituait donc un frein à l'extension de la circulation fiduciaire. Il est vrai qu'en même temps était maintenue la clause figurant dans l'Act du 6 août 1914 et permettant exceptionnellement, en cas de nécessité, le dépassement du maximum légal des billets de la Banque d'Angleterre — ce dépassement pouvant s'effectuer sur la simple autorisation de la Trésorerie. Il n'en reste pas moins que tout accroissement de la circulation des Currency notes avait dorénavant une répercussion immédiate sur la situation de la Réserve de la Banque d'Angleterre, ce qui était précisément l'objectif visé.

Mais il ne suffisait pas d'agir directement sur la

(1) Voir page 31.

circulation. Ce à quoi il importait de s'attaquer, c'était l'exagération des crédits de banque constitutifs de pouvoir d'achat. C'est dans ce dessein que conformément à la théorie que nous avons analysée plus haut, on commença dès le mois d'octobre 1919 à entrer dans la voie de l'élévation du taux de l'escompte.

Nous avons indiqué précédemment quels points d'interrogation pouvaient se poser au sujet d'une pareille mesure, prise dans les circonstances alors régnantes. Dans l'idée des dirigeants de la Banque d'Angleterre et du Gouvernement britannique, la hausse du taux de l'escompte était un moyen énergique de réduire les ouvertures de crédits, d'obliger les détenteurs de stocks à liquider et d'amener par suite la baisse des prix, la réappréciation de la livre, la hausse du change national.

La mesure prise en octobre 1919 marquait donc de la part des pouvoirs publics une intention bien nette de pratiquer une politique de déflation. Elle servait, suivant le mot de M. W. Leaf, président de la London County Bank, de « signal d'alarme » ; or, ainsi que le reconnaissait le même grand financier « l'heure était venue où il était nécessaire de prononcer une parole d'avertissement et de montrer que les ressources du pays en crédit n'étaient pas inépuisables ».

Aussi bien, pendant l'année 1919, les crédits en banque n'avaient-ils pas cessé de s'accroître. On était en pleine période de hausse constante des prix, la spéculation était intense ; les profits paraissant assurés, des entreprises se créaient ou se développaient de la façon la plus imprudente. Les ouvertures

de crédit réclamées de toute part se traduisaient par une augmentation considérable des dépôts (1). On était aussi éloigné de toute diminution du pouvoir d'achat du public que de l'équilibre budgétaire. On avait tourné le dos à la déflation. « L'extravagance publique et privée » était encore à l'ordre du jour.

Un certain nombre de mesures, d'inégal intérêt, entrées en vigueur en 1919, marquaient cependant une tendance intéressante vers le retour à un état de choses normal.

Le Trésor avait pendant la guerre, en vue de canaliser l'épargne vers les emprunts d'État, interdit aux banques de donner plus de 3 % d'intérêt à leurs déposants : cette interdiction fut, sauf exceptions déterminées, levée en 1919. Dans le cours de la même année fut supprimé le taux spécial (4 1/2) dont bénéficiaient les dépôts de fonds étrangers laissés dans le Royaume-Uni. Ce privilège avait eu pour objet d'attirer les capitaux étrangers par l'appât d'un intérêt favorable et d'agir ainsi sur la balance des comptes invisibles. Dès le début de 1919, les dépôts français et belges étaient exclus de cet avantage ; ceux des autres pays le furent à leur tour en octobre.

A la fin d'août 1919 étaient abrogées certaines mesures restrictives intervenues depuis 1914 et dont l'objectif principal ici encore avait été d'éviter toute concurrence aux opérations financières du Gouvernement : ces dispositions, interdisant à la fois l'importation en Angleterre de capitaux étrangers et

(1) Voir le tableau, p. 165.

l'exportation de capitaux anglais, avaient proprement nationalisé le marché financier. En les abolissant on faisait un pas de plus vers la liberté et vers le jeu normal des facteurs économiques.

Un autre élément entraînait alors en action pour ne pas laisser à l'État le monopole de l'utilisation des disponibilités monétaires : c'était la réapparition sur le marché de l'escompte du papier de commerce qui avait à peu près entièrement disparu pendant la guerre et qui tendait à reprendre sa place comme instrument régulateur du taux de l'escompte. La réintervention de cet élément, qui concurrençait les bons du Trésor, contribua dès le début d'octobre à faire élever le taux de ces derniers (4 1/2 % à un an et 5 % à 6 mois).

Là ne se borna pas la tendance vers le retour à la normale. Elle se manifesta sous une forme des plus importantes en ce qui concernait le prix de l'or. Cette question essentielle pour les producteurs d'or, et d'une portée sérieuse pour l'ensemble du pays, avait donné lieu à différentes controverses. Voici comment elle se posait. Dès le début de la guerre, le Gouvernement britannique avait voulu se réserver la production totale des mines d'or sud-africaines.

Ainsi que nous l'avons indiqué au chapitre II, un accord fut conclu à cet effet entre l'État et les sociétés minières : le Gouvernement s'engageait à prendre toute la production, les mines s'engageaient à la lui vendre : le prix convenu était le taux officiel, soit 77 sh. 9 d. l'once standard, prix payable bien entendu dans la monnaie de papier à cours légal. Mais la surabondance de papier-monnaie ayant pro-

gressivement déprécié ce papier, les mines virent peu à peu accroître considérablement leurs frais de production et cependant continuaient à ne recevoir que la rémunération primitivement stipulée. Si bien que pour beaucoup d'entre elles le gain ne compensait pas la dépense. Les producteurs protestèrent, sans cependant donner à leurs protestations — du moins pendant assez longtemps — une base très précise. C'est que l'absence d'un marché libre de l'or, la convertibilité théorique du billet, les mesures prises pour soutenir artificiellement le change ne faisaient pas apparaître avec clarté la dépréciation subie par le papier relativement à l'or. D'autre part, le Gouvernement faisait valoir le contrat conclu, et observait — ce que les mines reconnaissaient d'ailleurs — qu'en ces temps de guerre sous-marine les producteurs eussent été bien en peine de vendre leur or où bon leur semblait pour en tirer le meilleur prix. Les mines ne pouvaient que faire ressortir le déficit de leurs exploitations et laissaient entendre qu'elles seraient obligées de cesser de produire. N'était-ce pas chose grave pour un pays dont toute l'énergie était tendue vers le retour à l'étalon d'or (1) ? Mais donner aux mines d'or un marché libre en temps de guerre n'était pas admissible. Et payer en papier un prix supérieur à la valeur nominale de ce papier, c'était faire, à un moment où les apparences étaient

(1) La question de la production de l'or était assurément d'une extrême importance pour l'Angleterre. Il ne faut pas d'ailleurs oublier que la part de la Grande-Bretagne dans la production mondiale de l'or dépasse de beau-

encore sauvegardées, le pénible aveu que la livre ne valait plus ce qu'elle était censée valoir.

La question fut, dès 1918, suivant la méthode habituelle, soumise à une Commission (présidée par Lord Inchcape), et fut alors résolue d'une façon défavorable aux mines. La Commission faisait état de ce que dans l'ensemble la production de l'or avait pendant la période de guerre dépassé celle de la période antérieure d'égale durée — méconnaissant cependant la baisse de la production en 1917 et 1918 relativement à 1915 et 1916 — estimait que si désirable qu'il fût de stimuler la production de l'or pouvant accroître les réserves du pays, il ne serait pas raisonnable de le faire « en payant une once d'or £ 4.10.3 pour l'exporter £ 3.17.10 ». Cet argument, si discutable qu'il fût, parut décisif non seulement au Gouvernement, mais à une grande partie de la presse. L'opinion générale estimait que ce n'était pas le moment

coup la moitié. Les chiffres suivants fournis par MM. S. Montagu and Co permettent de s'en rendre compte :

	Empire britannique	Production mondiale
	Millions de livres.	Millions de livres.
1913.....	57	94 7
1914.....	55 2	92 6
1915.....	58 7	96 8
1916.....	59 6	93 5
1917.....	56 1	87
1918.....	52 3	79
1919.....	49 5	75
1920.....	48	70
1921.....	47 5	67

(84 sh. 11 d. 3 par once d'or fin).

La part proportionnelle de la Grande-Bretagne n'a donc fait qu'augmenter pendant la guerre : c'était là pour elle une incitation de plus à revenir à l'étalon d'or.

de stimuler la production de l'or aux dépens des contribuables. Les mineurs n'obtinrent donc pas alors satisfaction. La guerre finie, le transport de l'or n'offrant plus les mêmes risques, la mise en évidence de la dépréciation subie par la livre-papier ne permettait véritablement plus au Gouvernement britannique de se prévaloir d'une confusion qui, volontaire ou non jusqu'alors, devenait manifeste. Il fut, en août 1919, décidé de rendre aux producteurs le droit de vendre leur or sur le marché le meilleur. L'or devait continuer d'être d'abord expédié à Londres où des licences d'exportation seraient accordées. Durant tout le cours des hostilités, les exportations d'or, sans être légalement prohibées, avaient été pratiquement rendues impossibles par la guerre sous-marine ; le maintien artificiel du change leur avait fait d'ailleurs perdre de leur intérêt. En 1919, cette double circonstance n'existant plus, une interdiction formelle était devenue nécessaire et avait été édictée à la fin de mars. C'est à cette mesure que les atténuations qui viennent d'être indiquées furent admises au mois d'août de la même année. Dès ce moment — bien qu'on fût encore loin du marché libre de l'or — la prime sur l'or apparut et le voile qui cachait la situation véritable de la livre acheva de se déchirer.

Il avait commencé de le faire lorsqu'en mars 1919 le Gouvernement des États-Unis avait mis fin aux crédits jusqu'alors ouverts par lui à la Grande-Bretagne pour le règlement de ses dettes commerciales. C'était de la part de l'Amérique un acte d'une portée considérable, mais, à la vérité, très naturel. Le

change anglais cessait ainsi d'être officiellement soutenu. Le résultat ne tarda pas à s'en faire sentir. La livre qui, au 1^{er} janvier 1919, valait \$ 4.76 1/2, tombait, au 1^{er} juillet, à 4.50 3/4, à 4.23 1/4 au 1^{er} octobre et à \$ 3.78 3/4 au 1^{er} janvier 1920 (1). Le mal tant redouté, la dépréciation extérieure de la monnaie britannique, dont les symptômes étaient apparus pendant la guerre, éclatait. Le Gouvernement sentit la nécessité de l'enrayer, et c'est très certainement sous cette pression qu'il finit par définir sa doctrine et par agir comme il l'a fait.

L'année 1919, en résumé, ne fit guère, dans le domaine monétaire, que voir s'affirmer les principes qui devaient dorénavant dominer la politique britannique. Ces principes étaient ceux de l'orthodoxie préconisée par la Commission Cunliffe. L'année 1920 allait assister à leur mise en application systématique.

Un memorandum de la Trésorerie daté de mai 1920 a précisé la ligne de conduite qu'entendait adopter le Gouvernement : celui-ci se déclarait acquis à une méthode de déflation comportant la restriction du crédit et la réduction de la dette flottante, mais il se flattait de la pratiquer sans nuire à la production.

* * *

La politique de l'argent cher amorcée à la fin de 1919 fut effectivement en 1920 poursuivie avec éner-

(1) Le minimum atteint fut 3,30.

gie. L'activité économique intense mais quelque peu factice qui se manifestait depuis l'armistice avait eu pour effet de mettre en concurrence le commerce et le Trésor dans leur recherche de fonds. Cette concurrence aboutit, au printemps de 1920, à une crise qui faillit être grave : 63 millions de livres de bons du Trésor ne furent pas renouvelés. L'État dut escompter à la Banque d'Angleterre des anticipations de recettes et emprunter sur des assignations de Voies et Moyens (1), cela au moment précis où il avait à exporter de l'or aux États-Unis en vue du remboursement de l'emprunt anglo-français de 1915. C'est dans ces conditions que la Banque d'Angleterre éleva le 15 avril 1920 le taux de l'escompte à 7 %, tandis que la Trésor portait le taux d'émission de ses bons de 5 1/2 à 6 1/2. Tout le marché suivit naturellement le même mouvement de hausse.

Ces diverses mesures soulevaient toujours les mêmes discussions. Pourtant il semblait que leur efficacité fût mieux admise par certains de ceux qui en doutaient le plus l'année précédente. *L'Economist* écrivait le 3 juillet : « Les champions de l'argent cher ont quelque fondement à leur prétention que les effets du taux de 7 % ont justifié leurs arguments. L'inquiétude sur le marché de l'escompte, et la crainte de la part de ceux qui profitent du bon marché de l'argent que celui-ci ne devînt plus cher encore, peuvent bien avoir été, comme ils le prétendent, des mesures nécessaires pour parvenir à la liquidation et

(1) Ces avances augmentèrent de 55 millions dès la première quinzaine d'avril.

à la contraction du crédit, qui a pour effet un arrêt de la hausse des prix. Cette liquidation et cette contraction étaient, croyons-nous, des mesures nécessaires pour un retour à des conditions normales d'industrie et de finance. Qu'elles eussent pu être obtenues sans les taux élevés de l'heure actuelle, il est impossible de le dire avec certitude ; tout ce dont nous pouvons être sûrs, c'est que l'arrêt de l'extension du crédit s'est produit, et que la hausse des prix qui était en train de saper la base des contrats à long terme a enfin été arrêtée ».

Un rapport des Inspecteurs des *Clearings* déclarait de son côté que la cherté de l'argent avait sans aucun doute contribué à la baisse des prix de gros.

Il n'apparaît pas cependant que l'élévation du loyer de l'argent ait, en 1920, amené une bien forte contraction des dépôts en banque relativement à l'année précédente. Sans doute a-t-elle évité leur augmentation sensible, ce qui est bien un résultat. Elle n'a pas réussi à les réduire (1). Les dépôts à la Banque d'Angleterre ont bien diminué de 10 millions de livres. Mais les *Joint Stock banks* étaient tiraillées entre les conseils du Gouvernement et les instances des commerçants et des industriels ; il ne leur était pas facile de faire brusquement machine en arrière après s'être — peut-être imprudemment, mais souvent à la prière des pouvoirs publics eux-mêmes — engagées dans la voie des avances presque illimitées. On les pressait de rationner leur clientèle, mais d'opérer avec discrimination. Certains parlaient

(1) Voir le tableau p. 165.

de contrôler officiellement l'ouverture des crédits de Banque (1).

En fait la situation des dépôts dans les banques (autres que la Banque d'Angleterre) ne marquait à la fin de 1920 aucune contraction. Il n'y avait, sur ce chapitre essentiel aucune diminution de pouvoir d'achat du public.

La politique fiscale avait-elle de son côté agi d'une façon efficace dans le sens de la déflation ?

L'exercice 1919-1920 s'était finalement soldé en déficit de 326 millions de livres, moins-value supérieure aux évaluations premières, inférieure cependant de 149 millions à celle envisagée en octobre 1919. Le budget 1920-1921 prévoyait une dépense totale de 1.184 millions, en diminution de 35 % sur celle de 1919-1920, et une recette totale de 1.342 millions, équivalente à très peu près à celle de l'exercice antérieur. Le rendement des impôts était évalué à 1.035 millions, contre 998 millions en 1919-1920 (2). L'excédent prévu des recettes était de 234 millions. L'effort fiscal demandé au pays dès les exercices précédents n'était donc pas atténué, bien au contraire, malgré une diminution importante des dépenses.

Cet effort intense était réclamé par le Chancelier, dans le dessein très clairement spécifié de permettre une réduction de la dette flottante. La majorité de l'opinion, comme du Parlement, était d'ailleurs entièrement d'accord avec le Chancelier sur le principe de

(1) Voir notamment M. SAMUEL, Chambre des Communes, novembre 1919.

(2) 189 millions en 1914.

ladite réduction, et par suite sur la nécessité du sacrifice fiscal — ce qui est singulièrement à l'honneur du pays. Comme on pouvait s'y attendre, l'harmonie était moins complète en ce qui concernait les moyens de parvenir au but visé, et il va de soi qu'aucun des impôts nouveaux ne manquait d'adversaires. Mais il nous suffit de constater la communauté de l'objectif.

La réduction de la dette flottante était réellement le pivot de la politique financière britannique. Le Chancelier insistait avec raison sur les dangers que présentait cette dette, génératrice d'inflation ou susceptible de le devenir à tout moment, élément de troubles et d'incertitude budgétaire. A ces arguments excellents, M. Chamberlain en ajoutait un autre, qui s'appiquait à l'amortissement de la dette publique en général : « La dette de guerre, disait-il, a été contractée à une époque où la livre était dépréciée de 15, 20 voire, 30 %. Il faut se hâter de la rembourser, en profitant de cette dépréciation, sans attendre que la réappréciation de la livre rende intolérable le poids du service de cette dette ». Argumentation irréfutable si elle n'avait comporté en quelque sorte une pétition de principes, et si d'autre part elle n'avait pu sembler en contradiction avec la pratique des emprunts de consolidation. De fait, et pour la raison même qu'il donnait, le Chancelier préférait, très sagement, l'impôt à l'emprunt : la rigoureuse politique fiscale qu'il faisait approuver par le Parlement en était la preuve. Mais il ne pouvait éviter de combiner les deux méthodes. C'est pourquoi, le 3 mai, s'ouvrait la souscription à un type nouveau d'obli-

gations du Trésor, 5 %, d'une durée de 15 ans, émises avec des modalités spéciales, et dont le produit devait être exclusivement affecté au remboursement de la dette flottante.

En dépit de ces opérations, les deux éléments essentiels de la dette flottante ont en 1920 peu varié : les Bons du Trésor sont passés de 1.107 à 1.102 millions; quant aux avances par Voies et Moyens, elles ont augmenté de 62 millions $\frac{3}{4}$. Dans l'ensemble, la dette flottante s'est donc légèrement accrue.

On peut néanmoins admettre qu'il y a eu progrès : le développement jusque-là considérable et continu de la dette à court terme se trouvait presque enrayé : ce n'est pas encore la déflation, mais c'est l'arrêt de l'inflation.

L'amélioration était plus sensible en ce qui concernait la dette extérieure, qui faisait naturellement l'objet des préoccupations toutes spéciales du Gouvernement ; l'exercice 1919-1920 l'avait vue se réduire de 86 millions de livres, et au 31 mars 1920, elle se chiffrait par 1.278 millions (1). La baisse du change anglais relativement au dollar en rendait le remboursement très onéreux ; car le plus clair de la dette extérieure était contracté aux États-Unis. Néanmoins, M. Chamberlain annonçait dès le printemps que 250 millions de dollars empruntés à New-York au début de la guerre, et représentant la part de l'Angleterre dans l'emprunt anglo-français de 1915, seraient remboursés au mois d'octobre. Dans ce dessein, l'Angleterre, d'une part mobilisait de l'or, d'au-

(1) Chiffres donnés par l'*Economiste français*.

tre part procédait à la vente de certificats d'épargne de guerre, forme démocratique de la dette publique : ainsi une fraction non négligeable de la dette extérieure était transformée en dette intérieure; les avantages de ce changement étaient évidents. A la fin de l'année 1920, la dette étrangère se trouvait en définitive avoir été réduite de 100 millions dans les douze mois.

Quant à la circulation des Currency notes elle se chiffrait au 31 décembre 1920 par £ 367.626.000, en augmentation de 11 millions. D'autre part, la réserve en contre-partie se trouvait portée à £ 19.450.000 contre 4 millions seulement l'année précédente. Il y avait, par conséquent, une très légère résorption, mais compensée par une faible augmentation de billets des banques d'émission.

Au cours de la même période un fait des plus intéressants s'est produit. Conformément aux suggestions de la Commission Cunliffe, la concentration de l'or dans les caisses de la Banque Centrale s'est fortement accentuée. La réserve métallique de la Banque d'Angleterre s'est accrue de 37 millions de livres-or venues pour la plus grande partie des sociétés de crédit. Déjà, au cours même de la guerre, la réserve d'or, drainant partiellement les disponibilités métalliques du pays, était passée de moins de 40 millions de livres, en 1914, à 91 millions en 1919. A la fin de 1920, elle était de 128 millions. Il faut y ajouter la réserve or des Currency notes, qui atteignait, en 1922, £ 28.500.000. Le gage de la circulation fiduciaire s'était donc — non pas proportionnellement, mais absolument — fortifié dans une très large mesure.

* *

L'action déflationniste se poursuit énergiquement l'année suivante.

Les comptes de l'exercice 1920-1921 se soldent par un excédent de recettes de £ 230.557.000. Cette plus-value, à laquelle se sont ajoutées des recettes diverses de trésorerie, est appliquée à la réduction de la dette publique, qui se trouve au 31 mars 1921 diminuée de 248 millions relativement à ce qu'elle était douze mois plus tôt. En dépit de cet excellent résultat, l'effort fiscal ne se ralentit pas. Le budget 1921-1922 présente par Sir R. Horne prévoit un excédent de 84 millions sur le budget ordinaire et de £ 92.800.000 sur le budget extraordinaire alimenté par la liquidation des stocks de guerre, et compte sur une nouvelle réduction de la dette s'élevant au total à 113 millions pour l'intérieur, à 80 millions pour l'extérieur.

Les résultats budgétaires de 1921-1922, il est vrai, ne correspondirent pas exactement aux prévisions. Les dépenses comme les recettes se trouvèrent inférieures aux évaluations, atteignant les premières, £ 1.079.186.000, les secondes, £ 1.124.879.000. Il ressort néanmoins de ces chiffres qu'il y a eu un excédent des recettes sur les dépenses s'élevant à plus de 45 millions de livres. Si la plus-value n'était pas tout à fait aussi importante que le Chancelier de l'Echiquier l'avait espéré, elle n'a pas été négligeable et, dans la période de dépression économique que l'on traversait, pouvait passer pour remarquable.

L'excédent obtenu est naturellement consacré à une réduction nouvelle de la dette. L'effort principal porte encore sur la dette extérieure dont le Chancelier n'a pas de peine à mettre en relief le caractère particulièrement nocif. De plus en plus, la liquidation de la dette extérieure est considérée comme indispensable à la restauration du crédit britannique et de la valeur de la livre. Le Royaume-Uni, créancier de l'univers pendant un siècle, supporte mal d'être devenu débiteur pour des sommes considérables (1) et il ne néglige rien pour s'acquitter. Il sait que, tant que pèsera sur lui l'obligation de rembourser à l'étranger d'énormes sommes, l'équilibre de sa balance des comptes sera mal assuré et le rétablissement du libre marché de l'or sera difficile. Au 31 décembre 1921, la dette extérieure est tombée à 1.097 millions contre 1.357 millions deux ans auparavant. Enfin, au 31 mars 1922, elle n'atteint plus que 1.087 millions de livres. On voit l'importance du progrès accompli (2).

La dette flottante, de son côté, marquait une amélioration non moins sérieuse : de £ 1.408.081.000 au 31 décembre 1920, elle tombait à £ 1.275.330.000 au 31 mars 1921. Et ce qui était particulièrement intéressant, c'était la réduction des avances par Voies

(1) Il est vrai qu'en 1920 il lui était dû par des pays divers, £ 1.731.100.000. Voir *Economist*, 4 août 1920. Mais il savait qu'une grande partie de ses créances n'était guère réalisable.

(2) L'amélioration de la situation permit à la Trésorerie de restituer un nombre important des titres étrangers qu'elle avait durant la guerre réquisitionnés et mis en pension pour se procurer du crédit à l'étranger.

et Moyens, qui passaient (aux mêmes dates) de £ 305.972.000 à £ 154.489.000.

A la fin de l'exercice 1921-1922, ces résultats s'étaient accentués : la dette flottante ne s'élevait plus qu'à £ 1.029.520.500, les Voies et Moyens ne figurant dans ce total que pour £ 147.301.500. Au 30 juin 1922, le montant de la dette s'était encore réduit : £ 965.362.500 ; en revanche les avances par Voies et Moyens avaient augmenté, atteignant £ 204.837.500.

Cependant au 31 mars 1922 la dette totale apparaissait en accroissement (£ 7.721.000.000) contre £ 7.623.058.000, le 31 mars 1921) : c'était là le résultat d'une opération de conversion qui avait augmenté le capital nominal de la dette, mais diminué les charges annuelles d'intérêt et d'amortissement. Le Gouvernement, qui n'oubliait pas l'alerte d'avril 1920, se préoccupait de sa situation de trésorerie. C'est ce qui l'amena à procéder à une opération de conversion facultative portant sur les 632 millions d'obligations nationales de guerre 5 1/2 qui venaient à échéance de 1922 à 1925 : les porteurs pouvaient les transformer en obligations 3 1/2 à long terme d'un capital d'environ 5 pour 3. En vérité, ce n'était pas là une diminution de la dette, au contraire. Mais c'était la tranquillité assurée en ce qui concernait les disponibilités du Trésor. Le risque d'un retour offensif de l'inflation était écarté.

Néanmoins, les opérations de consolidation de la dette se sont en 1922 poursuivies sur une grande échelle : Obligations 4 1/2 du Trésor, (adjugées aux enchères), National Savings certificates, Rente 3 1/2,

dans l'ensemble, ont absorbé environ 300 millions de livres pendant le premier semestre, tandis que 28 millions de dollars de dette extérieure se transformaient en dette intérieure (1).

Les chiffres — un peu rébarbatifs peut-être — qui viennent d'être donnés, témoignent de la persévérance, de la suite dans les idées, avec lesquelles la politique courageuse adoptée par les pouvoirs publics a été pratiquée.

A la base de cette politique, on trouvait la ferme volonté de rembourser les crédits flottants ouverts à l'État, et de combattre ainsi les causes directes de l'inflation. Il fallait à tout prix, non seulement équilibrer le budget à l'aide de ressources normales, mais encore obtenir des excédents de recettes. La poursuite d'un tel objectif supposait à la fois des consolidations, des économies et des impôts. L'action gouvernementale et parlementaire n'a, on l'a vu, reculé ni devant les uns ni devant les autres.

(1) 1922. 1^o Conversion de National War Bonds 5 % échéant le 1^{er} octobre 1922 et le 1^{er} avril 1923, en Bons du Trésor 4 1/2 % à 8 et 10 ans, ou en rente 3 1/2 % à long terme. £ 107.850.000 échangés sur 262.700.000. Au total : £. 194.467.884 (Bons de l'Échiquier, National War Bonds, Bons du Trésor), échangés contre £ 257.205.055 de rente à long terme donnant £ 215.519.646 de rente 3 1/2 à long terme.

Charge : £. 9.577.378 au lieu de 10.064.951.

2^o Conversion de dette extérieure en dette intérieure, en 1920-1921 :

§ 6.513.700 bons négociés aux États-Unis en 1919, 5 1/2.
et § 22.454.700 bons négociés aux États-Unis en 1919, 5 1/2.

§ 28.968.400 convertis en £. 6.738.050 de National War Bonds 5 % (*Economiste français*, 1-7-22.)

*
* *

En matière monétaire proprement dite, la Banque d'Angleterre suivit, durant le premier trimestre de 1921, la même ligne de conduite que l'année précédente : l'extrême rigueur, qui avait en 1920 fait porter le taux de l'escompte à 7 %, était maintenue jusqu'au printemps. A cette époque, une atténuation parut désirable et le taux fut, le 28 avril 1921, abaissé de 1/2 %. Ainsi prenait fin la période la plus longue pendant laquelle ait jamais été maintenu un taux aussi élevé : la durée en avait dépassé une année. La baisse était singulièrement bienvenue ; elle était même jugée insuffisante par beaucoup d'intéressés qui faisaient valoir l'abondance des disponibilités monétaires, le caractère artificiel du taux des bons du Trésor qui régissait encore le marché, le bilan favorable de la Banque d'Angleterre, enfin et surtout le marasme des affaires qui appelait instamment ce réconfort. Les dirigeants de la Banque d'Angleterre étaient, pendant de longs mois, demeurés stoïquement sourds aux récriminations. Ils ne se décidèrent à leur donner satisfaction que lorsqu'ils se furent persuadés que l'assainissement jugé nécessaire était dans une large mesure réalisé.

Sur quoi se fondait cette opinion ?

Autrefois, sous le régime de l'étalon d'or effectif, les mesures destinées à orienter le marché monétaire, à fixer les taux qui le régissent, s'opéraient d'une façon en quelque sorte automatique. Lorsque la position de la balance des comptes ou la situation com-

merciale intérieure provoquait des demandes d'or à la Banque d'Angleterre, la hausse du taux de l'escompte — accompagnée, si besoin était, des mesures accessoires que nous avons indiquées au chapitre premier — intervenait immédiatement pour les enrayer.

En 1921, l'interdiction des exportations d'or autrement qu'en vertu de licences spéciales (1), l'écart existant encore entre le cours de la livre et le pair, faisaient qu'en pratique l'étalon d'or ne jouait plus. Ce n'était plus par conséquent les fluctuations de la réserve d'or de la Banque qui pouvaient décider des variations du taux de l'escompte. Le problème, « de presque purement mécanique qu'il était autrefois, devenait surtout psychologique (2) » : les données sur lesquelles se fondait le Gouvernement de la Banque pour modifier le taux de l'escompte étaient beaucoup moins rigoureuses et une part plus large était laissée à l'appréciation individuelle. Les facteurs essentiels susceptibles de la déterminer ayant disparu, la Banque d'Angleterre se trouvait dans l'obligation de se guider directement d'après la situation générale des affaires : mais de cette situation, il n'existait plus de criterium aussi sûr qu'auparavant.

Ce n'était assurément pas, en 1921, la constatation d'une déflation effective des crédits et des dépôts en banque qui pouvait provoquer une baisse du taux de l'escompte. Nous montrerons, dans le chapitre sui-

(1) En fait les licences ne sont guère accordées que pour l'or en transit provenant des mines de l'Afrique du Sud : le mouvement n'affecte pas la réserve de la Banque.

(2) Voir *Economist*, mai 1922.

vant, que les bilans des 13 grandes banques accusaient, au contraire, au 30 juin 1921, une légère augmentation des dépôts.

Cependant, il faut considérer que l'augmentation était beaucoup plus faible que dans les années antérieures (1). Si on la comparait aux accroissements formidables de 1920 et surtout de 1919, on était presque fondé à la confondre avec une manifestation réelle de déflation. Au printemps 1921 d'ailleurs, un an après le début de la crise industrielle, la spéculation, la surproduction insoucieuse des prix de revient, la hausse depuis longtemps ininterrompue des prix, étaient nettement enrayées. Les affaires traversaient une période pénible, la dépression économique était inquiétante.

Un autre élément agissait dans le sens de la baisse. Le taux des bons du Trésor, en effet, ne cessait de faiblir : de 6 1/2 au début de l'année, il tombait à 6, le 11 mars ; puis, le 28 avril, la vente aux enchères était reprise et s'effectuait jusqu'à la fin de décembre à des taux variant progressivement de £ 5.19.3 à £ 3.5.10. C'était là un résultat significatif, dû en partie à la crise commerciale, et de nature à influencer sur les décisions de la Banque d'Angleterre. Les bons du Trésor constituant, par la force des choses, pour les disponibilités monétaires l'emploi le plus fréquent, l'intérêt accepté par le public sur ces bons donne tout naturellement le ton au marché. La Banque en tient le plus grand compte : elle croit généralement devoir le dépasser de 1/2 %

(1) Voir tableau des dépôts de Banque du Royaume-Uni, p. 165.

Une préoccupation a joué en sens contraire de celle-là : les États-Unis disposant à Londres de crédits importants, la Banque d'Angleterre a pendant longtemps pensé qu'il ne lui fallait pas fixer un taux d'escompte inférieur à celui de New-York, pour ne pas provoquer le retrait des capitaux américains employés en Angleterre. On ne se départit de cette politique qu'en avril 1922.

C'est donc sous l'influence de ces divers facteurs, dont il est difficile de préciser l'importance relative, que la Banque d'Angleterre, après avoir abaissé le taux de l'escompte à 6 1/2 %, le 28 avril, se décide à accentuer la détente : 6 % le 23 juin, 5 1/2 % le 21 juillet, 5 % le 3 novembre. Bien des financiers jugeaient que la réduction du taux de l'escompte eût dû être plus rapide encore.

Mais en tout état de cause on ne voit pas que le relâchement dans la politique de l' « argent cher » fût, dès 1921, justifié par la manifestation d'une déflation visible. Ce n'est que dans le premier semestre de 1922 que l'on constate une diminution réelle des dépôts en banque.

En matière de circulation fiduciaire cependant, on constate en 1921 un progrès sérieux : le compte des Currency notes accusait une résorption très nette, qui s'accrut en 1922. Pour chacune de ces années, suivant la décision prise en 1919, la limite de l'émission était fixée au maximum atteint au cours de l'année précédente. Le prochain chapitre précisera l'importance de la réduction opérée, mais nous devons dès maintenant mettre en relief le caractère particulier de la déflation ainsi enregistrée. Sous l'influence de

la crise économique et de la baisse des prix, le volume des transactions de détail se restreignait, en même temps que diminuait la quantité des moyens de paiement nécessaires au règlement des salaires. Les instruments monétaires, dont une fraction se trouvait de ce fait inemployée, étaient précisément les petites coupures, c'est-à-dire les Currency notes que leurs détenteurs rapportaient à leurs banques — grossissant ainsi leurs dépôts. Les Currency notes retirés de la circulation étaient remis par les sociétés de crédit à la Banque d'Angleterre, qui à son tour les rendait au Currency notes Department. Le crédit que l'État, lors de l'émission desdits billets, s'était fait ouvrir à la Banque (Public Deposits) se trouvait réduit d'autant.

Tel est le mécanisme par lequel s'effectue la résorption de la circulation fiduciaire. Il permet d'expliquer pourquoi la déflation a, en 1920 et 1921, surtout porté sur les Currency notes, et il éclaire d'une façon particulièrement instructive l'origine de cette déflation.

* * *

Résumons.

Depuis la fin de 1918 jusqu'au milieu de 1922, une politique déflationniste a été pratiquée, ayant pour idéal le retour aux conditions économiques d'avant-guerre, pour objet la réappréciation intérieure et surtout extérieure de la livre, soit la baisse des prix et la hausse du change national. Cette politique s'est manifestée principalement :

1° Par la fixation, platonique peut-être, mais signi-

ficative, d'une limite maxima à l'émission des Currency notes ;

2° Par la mise à la réserve des Currency notes, de billets de la Banque d'Angleterre ;

3° Par d'énergiques mesures fiscales, conjuguées avec une compression relativement sévère des dépenses publiques, et aboutissant à l'obtention d'excédents de recettes budgétaires : 230 millions de livres en 1920-1921, 45 millions en 1921-1922 ;

4° Par un amortissement — effectué grâce à ces excédents — de la dette publique, passée de 8.079 millions fin 1919, à 7.721 millions au 31 mars 1922 ; et surtout par un important remboursement de la dette flottante (bons du Trésor et Voies et Moyens), réduite de 1.412 millions au 31 mars 1919 à 965 millions au 30 juin 1922 ;

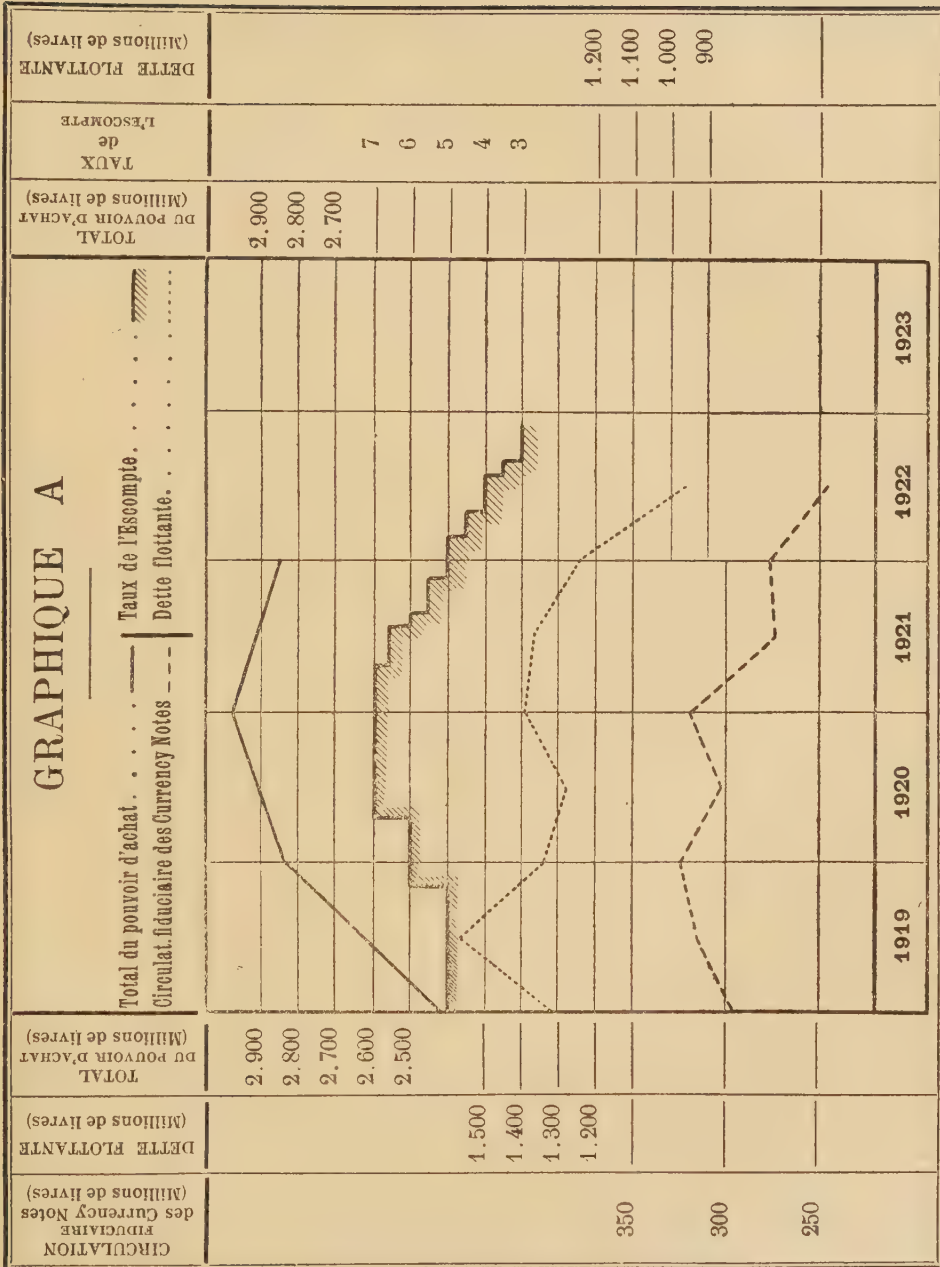
5° Par une forte hausse du taux de l'escompte, élevé de 5 % en 1918 à 7 % en 1920, et maintenu à ce chiffre pendant une année.

Enfin, la réserve d'or de la Banque d'Angleterre, qui avait plus que doublé pendant la guerre, a continué de croître, s'élevant aujourd'hui à un chiffre triple de celui qu'elle atteignait en 1914.

Effort systématique intense, poursuivi avec ténacité. De quel succès a-t-il été couronné ? C'est à quoi le chapitre suivant va tenter de répondre.

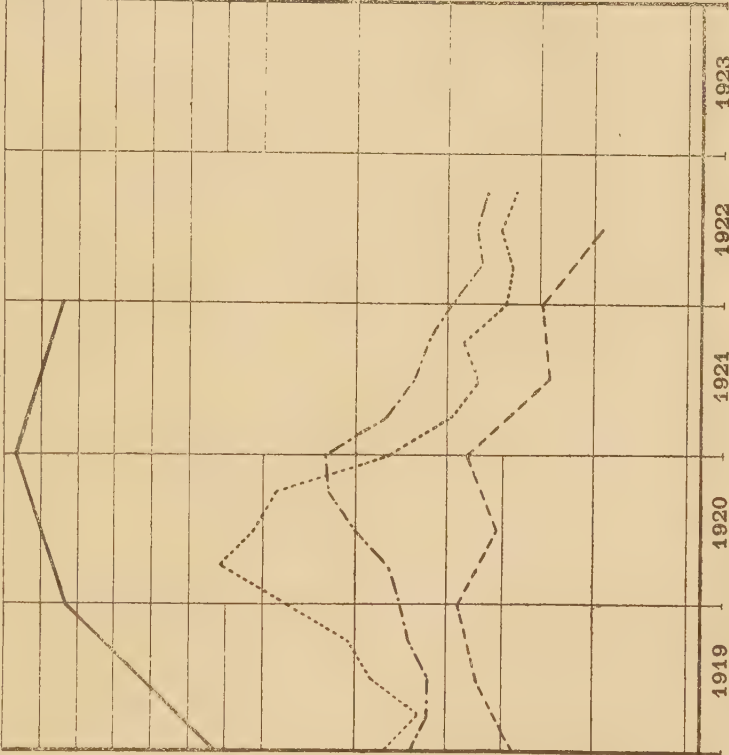
GRAPHIQUE A

Total du pouvoir d'achat. Taux de l'Escompte.
 Circulat. fiduciaire des Currency Notes --- Dette flottante.



GRAPHIQUE B

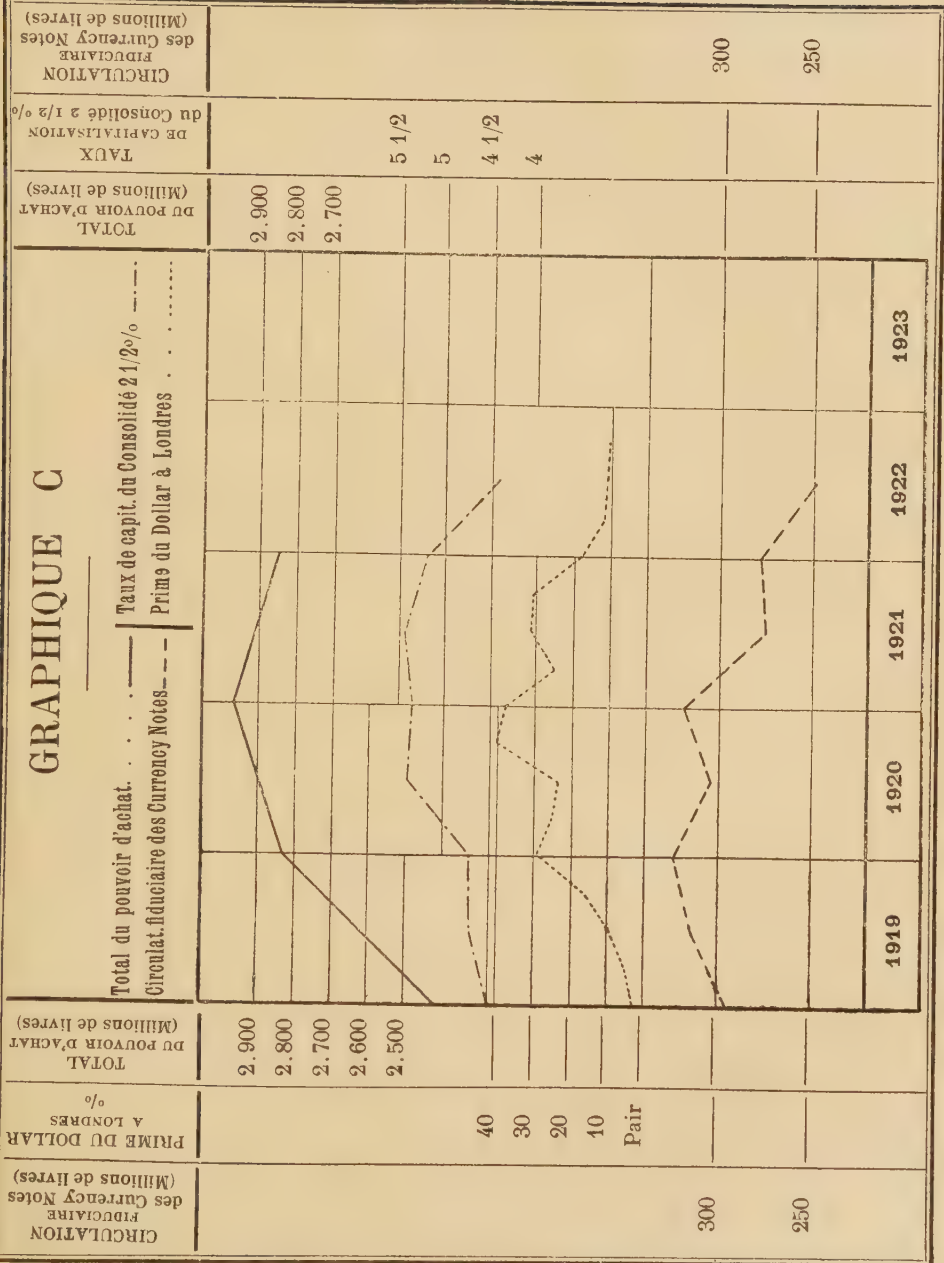
Total du pouvoir d'achat Indices des prix de gros
Circulat. fiduciaire des Currency Notes ----- Indice du coût de la vie



INDICES DES PRIX et DU COUT DE LA VIE		CIRCULATION fiduciaire des Currency Notes (Millions de livres)	
TOTAL DU POUVOIR D'ACHAT (Millions de livres)		CIRCULATION fiduciaire des Currency Notes (Millions de livres)	
3.000		300	
2.900		250	
2.800		200	
2.700			
2.600			
2.500			
2.400			
2.300			
	250		
	200		
	150		
		250	
		200	

GRAPHIQUE C

Total du pouvoir d'achat. Taux de capit. du Consolidé 2 1/2%
 Circulat. fiduciaire des Currency Notes. Prime du Dollar à Londres



CHAPITRE IV

Les effets de la politique monétaire anglaise.

Si mal connue qu'elle soit en général, du moins en dehors du Royaume-Uni, la politique monétaire suivie par l'Angleterre depuis l'armistice est assez fréquemment critiquée. La France, notamment, croyant voir dans les méthodes économiques de nos alliés l'explication de l'attitude prise par la Grande-Bretagne sur les terrains diplomatiques les plus en vue, ne ménage pas à cette politique monétaire les commentaires défavorables. Suivant une opinion courante, l'Angleterre, sous l'impulsion de ses financiers, aurait pratiqué une déflation rapide et brutale, caractérisée par la restriction, puis la suppression du crédit, enfin par le retrait des moyens monétaires indispensables au commerce et à l'industrie. Elle aurait appliqué d'une façon intransigeante une théorie absolue, des principes indifférents aux faits. Et c'est là qu'il faudrait chercher la cause principale de l'arrêt des affaires, de la situation grave dans laquelle s'est trouvée plongée l'industrie britannique, de l'inten-

sité du chômage et de la misère sociale qui ont sévi depuis le printemps de 1920.

Ces critiques n'ont pas été formulées seulement par l'étranger. En Angleterre même, elles ont trouvé de virulents champions. M. Kitson (1), qui est assez représentatif de l'*antidéflationnisme* écrivait le 3 juillet 1920 : « La récente annonce qu'aucune augmentation de Treasury notes ne serait autorisée a déjà eu ses effets en restreignant le crédit et en déprimant le commerce et l'industrie. Les *déflationnistes*, s'ils portent le moindre intérêt à la prospérité du pays, doivent regarder avec quelque surprise l'œuvre qu'ils ont déjà accomplie en ce sens. Les commandes sont résiliées en grand de toutes parts, et les acheteurs réduisent leurs demandes à leurs strictes nécessités quotidiennes immédiates... Il y a six mois, presque toutes les firmes du Royaume-Uni travaillaient à plein, beaucoup étaient inondées d'ordres, et les perspectives étaient très encourageantes. Mais le Gouvernement a réussi, par de sottes mesures financières, à pratiquement détruire tout cela, et il est certain que s'il ne survient pas de changement à cet égard, il y aura l'hiver prochain un vaste chômage dans tout le pays.

« Malheureusement ceux qui sont responsables de cette politique de restriction du crédit ne sont pas ceux qui souffrent quand vient la catastrophe. Au contraire, avec l'accroissement de la valeur de l'argent, ce sont ces messieurs à traitement qui profiteront de cette

(1) Auteur de nombreux travaux sur les questions monétaires.

politique. Ceux qui souffriront, ce seront les producteurs de richesse, et surtout ceux dont l'initiative est responsable de la création de vastes industries.

« Il y a deux remèdes à la hausse des prix ; l'un est la saine politique consistant à accroître la production des biens, de façon à niveler l'écart entre le pouvoir d'achat et les produits, l'autre est la politique de suicide consistant à réduire le pouvoir d'achat. Cette dernière méthode signifie non seulement la réduction directe de la demande de marchandises, mais encore la diminution de l'offre. En d'autres termes, déflation implique famine.

« En l'état actuel d'agitation ouvrière... ce n'est assurément pas le moment de tenter une expérience de cette nature, bien qu'on ne puisse guère lui donner le nom d'expérience, étant donné le nombre de cas où une telle politique a été tentée, pour aboutir toujours à la misère sociale et à un désastre commercial.

« Depuis la déclaration du Chancelier, la cote en bourse de certaines de nos valeurs a baissé de plus de 60 millions de livres. Cherchant, d'un côté, à trouver d'énormes sommes par l'impôt, le Gouvernement permet, de l'autre, à ses fonctionnaires de tarir les sources d'où pourrait venir ce revenu. On demande aux industriels d'accroître la production et de trouver du travail pour les démobilisés, et le Gouvernement rend impossible aux banques la fourniture de crédit qu'impliquent ce travail et cette production.

« Il faut espérer que les professeurs et théoriciens qui cherchent à appliquer leurs théories médiévales à des conditions modernes seront mis au pas avant qu'ils n'aient consommé la ruine du pays. »

Nous avons voulu citer cette page intégralement parce qu'elle résume avec verve toutes les critiques faites à la politique d'assainissement monétaire.

Ces critiques sont-elles justifiées ? Les faits et les chiffres vont nous répondre.

Que pendant l'année 1921 l'action déflationniste, pratiquée dans la mesure et dans les formes précédemment indiquées, ait coïncidé avec une crise économique aiguë, ce n'est pas douteux. Les manifestations de cette crise ont à peine besoin d'être rappelées : ralentissement, et parfois, dans certaines sphères d'activité, arrêt complet des transactions, effondrement des cours, disparition des profits, fermeture totale ou partielle de beaucoup d'usines, chômage de plus de 2 millions d'individus, ce sont là des faits connus de tous. Veut-on cependant des précisions ? La production du charbon, qui est à la base de l'économie britannique, tombait de 229.200.000 tonnes en 1920 à 164.300.000 tonnes en 1921. Celle de l'acier passait de 9.056.800 tonnes en 1920 à 3.624.000 en 1921 ; celle du fer : de 8.007.000 en 1920 à 2.611.400 en 1921 ; les constructions maritimes : de 2.055.000 en 1920 à 1.538.000 en 1921. On pourrait, pour chacune des branches de la production, citer des chiffres dont se dégagerait une conclusion identique.

Le commerce extérieur accusait une régression semblable. Les importations se chiffraient en 1920 par £ 1.932.600.000 ; en 1921 elles tombaient à £ 1.086.600.000. Les exportations et réexportations, qui avaient atteint £ 1.557.200.000, en 1920, n'étaient plus en 1921 que de £ 810.200.000.

Quant au commerce intérieur, il n'est naturelle-

ment pas traduit par des statistiques aussi précises. Si l'on interroge cependant les résultats fournis les *Country Clearings* généralement regardés par comme un indice de l'intensité des transactions intérieures, on voit que de 4.072.000.000 en 1920, le total des règlements opérés est tombé à 3.002.000.000 en 1921.

Mais le symptôme essentiel de la crise est indiscutablement le chômage : le pourcentage représenté par le nombre des chômeurs, relativement au total d'environ 11 millions d'ouvriers inscrits aux Assurances du Ministère du Travail, était au 30 juin 1920 de 1,2 %. Au 31 décembre 1920, il s'élevait à 6 %, et au 30 juin 1921, il atteignait le chiffre encore inégalé de 23,1 % (non compris les grévistes charbonniers).

Ces quelques indications suffisent à rappeler la gravité de la situation. Mais cet état de choses était-il la conséquence d'une politique monétaire de déflation trop énergique ? La comparaison chronologique des courbes (1) traduisant d'une part les fluctuations du taux de l'escompte et de la dette flottante, d'autre part le mouvement de la circulation fiduciaire et celui des dépôts en banque, enfin la baisse des prix et le chômage, va nous fournir les réponses à deux questions essentielles : 1° Y a-t-il eu réellement déflation et 2° La déflation — si elle s'est produite — a-t-elle provoqué la crise économique.

Ces graphiques sont éloquentes et la leçon à en tirer est claire.

En 1919, il y a eu une inflation considérable.

(1) Voir les courbes A, B, C, p. 124, et les tableaux p.p. 165 et 172.

En 1920, en dépit des mesures prises, la déflation a été nulle. Elle s'est, en ce qui concerne la circulation fiduciaire, manifestée en 1921 et s'est fortement accentuée en 1922 : additionnons les billets de la Banque d'Angleterre et ceux du Trésor — défalcation faite de la fraction directement gagée par de l'or ou par des billets de la Banque — nous constatons depuis la fin de 1918 les mouvements suivants :

	Livres.
Fin Décembre 1918.....	366.047.920
— 1919.....	414.870.990
— 1920.....	452.527.150
— 1921.....	404.154.246
— 1922.....	378.200.000 (1)

Pour ce qui est des dépôts en banque (2), on enregistre dès 1920 une diminution de ceux existant à la Banque d'Angleterre, tombés de 199 millions fin 1919 à 189 millions fin 1920, et à 122 millions fin 1921. (Il y a eu une légère reprise au 30 juin 1922.)

Par contre les bilans des autres banques (Joint Stock Banks du Royaume-Uni), n'accusent une réduction des comptes courants qu'en 1922. (Voir le tableau, p. 165.)

Si l'on totalise les dépôts (3) de tous les établisse-

(1) Chiffre approché.

(2) Voir les Banking numbers de l'*Economist*. Mai et octobre 1922.

(3) Nous avons compris dans le total des dépôts envisagés les *Other deposits* à la Banque d'Angleterre, c'est-à-dire les dépôts autres que ceux de l'État. Ces autres dépôts comprennent à la vérité ceux des banques et ceux de beaucoup d'autres clients, sans qu'il soit possible de discriminer entre

ments, on trouve une progression constante jusqu'à la fin de 1920 :

	Millions de livres.
Fin 1918	2.029
— 1919	2.389
— 1920	2.481
— 1921	2.436

La contraction commence en 1921, contraction assez faible en vérité, et due tout entière à la Banque d'Angleterre.

Les bilans du 30 juin (qui laissent de côté un certain nombre d'établissements) donnent pour le total des dépôts à la Banque centrale et dans les Joint Stock Banks les résultats ci-dessous :

	Millions de livres.
30 Juin 1918	1.520
— 1919	1.918
— 1920	2.059
— 1921	2.034
— 1922	1.988

Faisons maintenant le bilan total de la déflation : circulation fiduciaire (Currency notes et billets de la Banque) et comptes courants (dans tous les établis-

eux. Avant la guerre, d'après M. Hartley WITHERS (*Meaning of Money*, ch. XIII), il était généralement admis que les dépôts de banques représentaient à peine la moitié du total des *Other deposits*. Il n'était donc pas possible de ne pas tenir compte dans nos calculs de ces dépôts à la Banque d'Angleterre — que d'ailleurs l'*Economist* fait intervenir dans ses analyses périodiques (Voir ses *Banking numbers*.) Ce faisant, nous péchons sans doute par excès, mais dans une très faible mesure.

sements y compris la Banque d'Angleterre). Nous constatons ce qui suit :

	Millions de livres (1).		Millions de livres (2).
Fin 1918.....	2.420	Juin 1918.....	1.800
— 1919.....	2.832	— 1919.....	2.310
— 1920.....	2.963	— 1920.....	2.484
— 1921.....	2.846	— 1921.....	2.439
Juin 1922 (3).....	2.620	— 1922.....	2.358

Ainsi la politique déflationniste appliquée depuis 1919 n'a, contrairement à ce qu'on croit en général, amené, dans l'ensemble, qu'une déflation relativement faible. Le total des pouvoirs d'achat dont dispose la collectivité n'est pas très différent au milieu de 1922 de ce qu'il était au milieu de 1919.

Il est en revanche sensiblement inférieur à ce qu'il était en 1920. La réduction porte essentiellement sur les dépôts à la Banque d'Angleterre et sur la circulation des Currency notes. Nous avons déjà donné l'explication de ce phénomène, résultat de la crise commerciale : le pouvoir d'achat représenté par les comptes courants a cessé partiellement d'être pulvérisé en billets pour le paiement des dépenses de détail et des salaires. Il est vraisemblable qu'en dépit de l'apparence, les disponibilités bancaires des particuliers ont bien été pour une partie drainées par le fisc ou réduites par les restrictions des ouvertures de crédit. Mais elles ont été grossies du montant des billets inutilisés et rapportés par leurs détenteurs

(1) Toutes banques.

(2) Joint Stock Banks d'Angleterre et Banque Centrale.

(3) Chiffre approché.

pour aboutir à une diminution des dépôts de l'État à la Banque, c'est-à-dire à une déflation, au moins momentanée, des pouvoirs d'achat mis à la disposition de l'État. Mais le pouvoir d'achat auquel renonçait ainsi l'État en remboursant certaines de ses dettes pouvait être ressuscité : les banques, remboursées par l'État, voyaient grandir la marge de crédit dont elles pouvaient raisonnablement disposer. Et sans doute en ont-elles, au moins pour partie, fait usage en faveur de leurs clients.

Elles paraissent même y avoir été incitées par le Gouvernement lui-même qui, au dire de l'*Economist*, sentit le besoin en 1921 de leur en donner le conseil — si contraire qu'il fût à la ligne de conduite adoptée. Les bilans des Joint Banks au 30 juin accusent effectivement une augmentation importante des Escomptes et Avances en 1919-1920 : + 118 millions, et en 1920-1921 : + 58 millions; la diminution n'apparaît qu'en 1921-1922 (— 103 millions). (Il est vrai que les bons du Trésor figurent le plus souvent à ce poste, ce qui empêche de pouvoir tirer des conclusions tout à fait sûres). La réduction constatée en 1922 est en revanche à peu près compensée par une augmentation des *placements*, accrus de 90 millions. Ces placements sont effectués principalement en valeurs d'État; aussi peut-on se demander si la compensation constatée ne signifie pas que les Bons du Trésor ont été remboursés, non au moyen des fonds fournis par les clients des banques, mais par les banques elles-mêmes (1), si, en d'autres

(1) Voir *Economist*, 21 octobre 1922.

termes, les souscriptions aux emprunts à longue échéance qui ont permis de réduire la dette flottante n'ont pas été constituées, non par des prélèvements sur l'épargne du public, mais par des ouvertures de crédit consenties par les banques.

Si cette hypothèse est exacte, il faudrait en conclure qu'il y a là une certaine inflation, venue contrebalancer partiellement la déflation réalisée par ailleurs. Peut-être faudrait-il y trouver une des explications possibles à la faiblesse de la réduction des dépôts.

Quoi qu'il en soit, il y a eu dans l'ensemble, en 1922, une déflation très nette. On constate une double réduction du passif comme de l'actif des sociétés financières ; d'où l'on peut déduire que le remboursement de la dette flottante a libéré une assez forte marge de crédit susceptible, lors de la reprise des affaires, d'être mise à la disposition du commerce et de l'industrie.

Il est curieux de constater que cette diminution s'est opérée pendant une période de réductions successives du taux de l'escompte, abaissé de 6 à 3 1/2 %, alors que les élévations de ce taux en 1920 ont au contraire coïncidé avec un développement de l'inflation. Voilà donc qui paraît contredire d'une façon absolue la théorie qui veut que la hausse du taux de l'escompte, en provoquant la contraction des crédits de banque, amène la diminution du pouvoir d'achat du public, et par suite celle des prix ; théorie préconisée notamment par le Professeur Cassel, qui voit en elle « le principe d'une nouvelle méthode, d'une politique monétaire rationnelle ». Théorie éminem-

ment logique en effet, mais dont l'application se heurte sans doute à certains phénomènes de « frottement », comme on en voit en matière de sciences physiques, qui l'empêchent de jouer d'une façon normale et parfaite. Comparons en effet les courbes du taux de l'escompte, des crédits en banque, de la circulation. Nous ne constatons ni synchronisme, ni succession immédiate ou rapide des phénomènes (1).

S'il y a, entre la hausse du taux et la réduction des dépôts relation de cause à effet, il faut à tout le moins reconnaître que l'effet est lent à suivre la cause. Le loyer de l'argent à court terme s'est constamment élevé depuis la fin de 1919 jusqu'en avril 1920, et est resté au palier de 7 % jusqu'en avril 1921. Or ce n'est qu'en 1922 que nous voyons se restreindre les dépôts des Joint Stock Banks. L'expansion du crédit s'est poursuivie longtemps après le « tour de vis » officiellement donné. Le jeu du taux de l'escompte paraît donc avoir beaucoup moins d'action pour diminuer les demandes et les ouvertures de crédit que pour éviter, en temps normal, le drainage de l'or à la Banque Centrale.

Ce n'est pas à dire que la hausse de l'escompte n'ait pu agir et n'ait probablement agi sur les prix, même sans qu'il fût pour cela nécessaire de passer par l'étape intermédiaire de la restriction des crédits : l'avertissement qu'elle donnait, la crainte salutaire qu'elle inspirait aux emprunteurs de voir s'aggraver leurs charges, pouvaient fort bien suffire à exercer une action efficace sur les acheteurs et sur les déten-

(1) Voir courbe A, p. 124.

teurs de stocks. Elle effrayait les spéculateurs et contribuait à mettre les consommateurs sur la réserve. C'est moins sur le volume du pouvoir d'achat que sur son utilisation qu'elle agissait. Et sans doute a-t-elle eu ainsi une très réelle utilité.

Le synchronisme est plus net entre les fluctuations de la dette flottante, particulièrement des avances par Voies et Moyens, et celles de la circulation fiduciaire et du pouvoir total d'achat.

Du 31 décembre 1919 au 31 décembre 1920, l'ensemble de la dette flottante a très légèrement augmenté, l'augmentation portant exclusivement sur les Voies et Moyens : (305 millions de livres contre 243). Au 31 décembre 1921, la dette s'était légèrement résorbée (1.259 millions contre 1.408), tandis que les Voies et Moyens diminuaient fortement (200 millions contre 305). Au 31 mars, nouvelle et importante réduction portant à la fois sur le total (1.029 millions contre 1.259) et sur les Avances temporaires (147 millions contre 200). Or c'est pendant ce même temps que le pouvoir d'achat et la circulation se contractaient. (Voir courbe A, page 124.) Ce qui paraît bien confirmer l'opinion que le véritable moyen de faire de la déflation consiste non dans un renchérissement du loyer de l'argent, mais dans l'application d'une politique fiscale énergique, permettant de rembourser les dettes de l'État.

Pour évaluer l'importance exacte de la déflation, il faudrait — conformément à nos définitions —

rechercher si la diminution constatée du pouvoir d'achat n'a pas été accompagnée d'une réduction corrélative de la masse des produits disponibles. C'est là, nous l'avons déjà signalé, une statistique impossible à établir avec précision. On peut néanmoins tenir pour certain que la quantité des richesses consommables s'est réduite de 1919 à 1922. (Voir les statistiques de la production.) Ce qui affaiblirait encore l'importance de la déflation réalisée pendant ce laps de temps.

Ainsi, malgré son énergie, la politique d'assainissement pratiquée à beaucoup moins « désenflé » les capacités d'achat qu'on ne le croit généralement. Elle a arrêté l'inflation et provoqué un léger renversement d'une balance qui, jusqu'alors, inclinait fortement dans un sens périlleux. C'est un résultat considérable. Ce n'est pas tout à fait celui qu'on avait escompté.

Les faits se chargent ainsi de répondre à ceux qui redoutent si vivement une déflation rapide (1). Un tel résultat paraît peu à craindre, puisque même l'effort systématique et persévérant de l'Angleterre ne l'a point amené.

* * *

Mais, telle qu'elle a été, la déflation — conjuguée, il est vrai, avec l'ensemble de la politique financière et industrielle pratiquée par le Royaume-Uni — n'a

(1) Voir notamment parmi beaucoup d'autres discours parlementaires, celui de M. Landry (Ch. des Députés, octobre 1922).

pas été sans exercer une influence sérieuse sur la situation économique du pays. Quelle a été cette influence ? Et d'abord la politique monétaire a-t-elle été la cause de la crise commerciale ? Les mêmes graphiques invoqués tout à l'heure sont, à cet égard encore, significatifs.

On a vu qu'en 1920, le progrès de l'inflation n'avait pas été nettement enrayé. Or, pendant la même période, les prix de gros s'abaissaient d'environ 20 %, de 27 % durant les neuf derniers mois de l'année. Les prix de détail, naturellement en retard, s'étaient élevés de 18 %. En 1921, la déflation commence à se manifester, tandis que les prix de gros accentuent leur baisse dans des proportions beaucoup plus grandes : l'indice au 31 décembre 1921 est inférieur de 25 % à celui du 31 décembre 1920, de plus de 48 % à celui de mars 1920. Quant aux prix de détail, ils ont pendant l'année diminué de 24 %.

Ainsi la chute des prix de gros a précédé de loin toute espèce de déflation. Et celle des prix de détail a considérablement dépassé la réduction des capacités d'achat. Il ne peut donc pas être question d'attribuer à la politique monétaire la responsabilité initiale de la crise.

Mais, dira-t-on, cette constatation n'est-elle pas de nature à contredire la théorie quantitative de la monnaie — base même de toute critique de l'inflation ? Si l'inflation fiduciaire doit avoir, en vertu de cette théorie, pour conséquence la hausse des prix, comment peut-il se produire une baisse des prix sans déflation ? Et puisqu'il est avéré que la baisse s'est produite sans déflation, ne faudrait-il pas conclure

à la fausseté de la théorie quantitative ? La question n'a pas manqué d'être posée et tandis que les inflationnistes s'en prévalaient, leurs adversaires paraissent avoir été, au moins un temps, déconcertés (1). La clef du mystère, nous l'avons donnée dès les premières pages de cette étude, lorsque nous avons indiqué qu'une inflation pouvait temporairement être *inopérante* et que la transformation en inflation *ino-*
pérante d'une inflation jusqu'alors agissante équivalait, quant aux conséquences pratiques, à la déflation. Or c'est une telle transformation qui s'était opérée.

Le processus même de la crise va nous en fournir l'explication concrète. Il permet en effet de comprendre que la débâcle économique a eu pour cause première une élévation des prix si formidable qu'un jour le pouvoir d'achat des consommateurs s'est trouvé débordé.

On sait que la crise a pris naissance en Extrême-Orient. Pendant la guerre et pendant les deux années qui suivirent, les besoins des nations alliées avaient largement alimenté l'industrie, en Europe et en Amérique. Partout les commandes de guerre avaient donné lieu à une production énorme ; les industriels se disputaient la main-d'œuvre à prix d'or, si bien que les salaires avaient considérablement augmenté. Aux États-Unis notamment ils avaient atteint des chiffres fabuleux : des charretiers et autres manœuvres non

(1) Voir l'embarras trahi par l'*Economist* lui-même, dont on sait pourtant combien il a contribué à propager des doctrines raisonnables.

spécialisés recevaient couramment 10 dollars par jour. Aussi le train de vie des ouvriers était-il devenu opulent : on voyait des travailleurs manuels acheter des automobiles, des objets de luxe de toutes sortes et particulièrement des articles de soie. La fin des hostilités amena l'arrêt des commandes de guerre. Pendant un temps, sous l'influence de la hausse constante des prix provoquée de par le monde par une inflation universelle et parfois folle, la spéculation constituant des stocks, continua de faire travailler les producteurs. Mais un jour vint où la cessation des commandes de guerre se fit sentir : le travail diminuant, les salaires fantastiques s'évanouirent. Les ouvriers, dont les capacités se réduisaient, cessèrent leurs achats de luxe, et les premières victimes en furent les détenteurs de stocks de soie au Japon. Beaucoup d'entre eux, vivant sur le crédit, se trouvèrent dans l'obligation de liquider. D'où effondrement des prix sur le marché des soies, faillites ou situations difficiles dont les répercussions se manifestèrent rapidement : ce fut au Japon, puis dans tout l'Extrême-Orient, le commencement de la débâcle. Le cours de l'argent pendant ce temps baissait brusquement. L'Asie non seulement arrêta les commandes nombreuses qu'elle faisait en Angleterre, mais résiliait ses marchés déjà conclus. Ce fut la lutte entre les acheteurs qui voulaient répudier leurs contrats et les industriels britanniques, qui jusqu'alors fabriquaient sans souci du prix de revient parce qu'ils se croyaient sûrs de vendre toujours plus cher. En même temps l'Europe continentale, ruinée mais recommençant pourtant à produire, ralentissait ses

demandes de denrées alimentaires, de cuivre, de fer, de cuir, de caoutchouc. Les stocks accumulés étaient alors jetés sur le marché par leurs détenteurs, auxquels les banques, voyant leurs gages perdre leur valeur, refusaient souvent de continuer le crédit. Ainsi la chute des prix se propageait. Presque d'un jour à l'autre, la majorité des industriels, commerçants, agriculteurs, se trouvaient plongés, d'une prospérité qui semblait sans limites, dans la misère où déjà les avaient précédés les rentiers, pensionnés, fonctionnaires, victimes de l'inflation. C'était la crise économique dans toute sa plénitude.

Comme on le voit elle a été déterminée, non par l'action de la politique monétaire, mais par le fait que les moyens pécuniaires des consommateurs avaient cessé de croître dans la proportion où s'étaient élevés les prix de vente et les prix de revient. C'est ce phénomène tout simple et d'ailleurs fatal qui a d'un coup fait écrouler un fragile édifice de prospérité artificielle.

Une réaction psychologique bien connue a rapidement contribué à accentuer le mouvement : dès que le public a vu s'arrêter la hausse des prix qu'il avait fini par croire éternelle, il a brusquement — escomptant une chute de plus en plus forte — restreint ses achats bien davantage encore que ne lui imposait la réduction de ses moyens. C'est le processus de toutes les crises. Celle de 1920 a été particulièrement violente parce que la spéculation et la surproduction avaient été portées, par l'effet de l'inflation fiduciaire, à un degré tout à fait anormal.

La déflation n'a donc pas été la cause initiale de

la débâcle économique qui se serait, comme en bien d'autres circonstances antérieures, produite en dehors de toute espèce de considérations monétaires.

La crise une fois déclenchée, l'Angleterre, il convient de le reconnaître, en saisit rapidement la cause. Elle comprit qu'il fallait s'attaquer à cette cause même qui n'était autre que la hausse exagérée des prix. La politique monétaire tendait au retour à des conditions économiques normales, c'est-à-dire à celles d'avant-guerre. Mais à cette tâche elle ne suffisait pas. L'objectif visé impliquait nécessairement une révision générale, une réadaptation des valeurs. Il fallait pour cela qu'une politique industrielle énergique et clairvoyante vînt étayer la politique monétaire et lui donner en quelque sorte sa pleine signification. C'est bien ce qui fut fait. Avec une énergie que stimulait évidemment une impérieuse nécessité, les industriels comprirent qu'il n'y avait de salut que dans le retour à des conditions de production leur permettant la concurrence sur tous les marchés du monde : il fallait, pour y parvenir, renoncer délibérément à la recherche des bénéfices artificiels de la période de guerre et admettre de travailler avec une marge de profits infiniment réduite, il fallait ensuite réaliser une baisse importante des salaires nominaux.

La réduction des profits suivait tout naturellement celle des prix de vente qui s'opérait pour ainsi dire d'elle-même. Pour l'industrie capitale du charbon, le bénéfice qui en temps de paix était de 1 sh. par tonne et s'était largement accru pendant les premiers temps de l'après-guerre, se convertissait au début de 1921 en une perte de 7 sh. ; la plupart des autres

industries aboutissaient à un résultat identique. Les bilans publiés entre le 1^{er} janvier 1921 et le 1^{er} juillet 1922 sont à cet égard significatifs : chaque trimestre accuse un recul marqué des bénéfices, qui d'une année à l'autre, sont, pour 1.386 grandes sociétés, tombés de 140 à 80 millions de livres.

Mais la diminution des profits était naturellement loin de suffire. Bien que travaillant souvent à perte, l'Angleterre produisait encore trop cher pour conserver ses marchés étrangers. Ce qui importait, c'était la réduction des prix de revient, laquelle ne pouvait être obtenue que par celle des salaires qui en constituaient l'élément essentiel. C'est ce que depuis longtemps conseillaient des économistes et des financiers — voire certains membres du Gouvernement (1). Ils faisaient justement remarquer que le salaire n'est pas une fin en soi, que ce qui importe ce n'est pas son chiffre, mais son pouvoir d'achat : une double politique de réduction des salaires et de contraction fiduciaire aurait pour conséquence forcée une diminution du coût de la vie. Par suite un salaire théoriquement réduit procurerait à l'ouvrier la même somme de marchandises. Ils faisaient en un mot la distinction bien connue du salaire réel et du salaire nominal.

Si juste que fût cette théorie, il ne devait évidemment pas être facile d'en faire l'application. Il n'était que trop certain que les classes ouvrières allaient de

(1) Cf. Discours de Sir R. Horne, président du Board of Trade, en 1920. Cf. aussi notamment les discours de M. Goodenough (Ass. Générale, Barclays Bank, janvier 1921) et de M. Ed. Paul (Ass. générale, Bank of Liverpool, 1921).

toutes leurs forces s'opposer à une action devant laquelle les patrons de leur côté avaient assez longtemps reculé. La distinction du nominal et du réel n'était guère accessible aux masses. D'autre part, si la baisse du coût de la vie devait infailliblement suivre celle des salaires, il n'en restait pas moins que, pendant une période de décalage, le sacrifice demandé aux ouvriers pouvait n'être pas illusoire. La politique industrielle que postulait en quelque sorte la politique monétaire pouvait donc paraître d'une application difficile. Cependant, par la force des choses, elle devait se réaliser. La lutte, entamée tardivement, fut poursuivie avec énergie. En dépit de résistances prolongées, au prix des conflits que l'on sait, elle aboutit à une réduction considérable des salaires.

Depuis 1915, chaque année avait amené une hausse qui pour les travailleurs de l'industrie avait approximativement atteint £ 2.300.000 par semaine en 1917, 2.800.000 en 1918, 2.400.000 en 1919, 4.700.000 en 1920. En 1921, au contraire, le retour en arrière est brutal. La réduction des salaires hebdomadaires, portant sur 7.100.000 ouvriers, se chiffre par £ 6.006.000, compensant presque les augmentations des deux dernières années. Les salaires des mineurs sont abaissés de moitié : Passés de l'indice 100 en 1914 à celui de 295 au début de 1921, ils sont un an plus tard revenus à l'indice 150. La métallurgie procède à une compression analogue : de janvier à décembre 1921, les salaires hebdomadaires tombent de £ 4.16,8 à £ 3.1,6, baissant de plus de 35 %. Entre la fin de 1920 et le début de 1922, le salaire des

maçons baisse de 13 %, celui des terrassiers de 10 1/2 %, celui des ajusteurs de près de 20 %. Le salaire moyen, pour l'ensemble des travailleurs industriels, est réduit d'environ 20 % (1). La compression s'accroît encore fortement en 1922 : pour l'ensemble de cette année, la réduction de salaires hebdomadaires a atteint £ 4.200.000, affectant 7.600.000 personnes.

Si bien qu'en octobre de cette année le prix de la main-d'œuvre n'était supérieur que de 75 à 80 % à son niveau d'avant guerre, qu'il dépassait à la fin de 1920 de 180 % (2).

Or, c'est là le fait remarquable, ce résultat a été obtenu sans que les ouvriers continuant de travailler aient vu, d'une manière générale, diminuer leurs capacités d'achat. La réduction de salaires a été dans l'ensemble compensée par la réappréciation de l'unité monétaire.

En 1920 et 1921, le phénomène est nettement mis en relief par l'examen du tableau traduisant les mouvements respectifs des prix de gros, des prix de détail, des salaires (3).

	Août 1914	Avril 1919	Février 1920	Décembre 1920	Février 1922
Prix de gros...	100	252	324	273	165
Prix de détail..	100	207	233	278	188
Salaires moyens	100	207	241	279	228 (4)

(1) Statistiques du Ministry of Labour.

(2) *Economist*, Octobre 1922.

(3) Cf. Communication de M. Mireaux, à la *Semaine de la Monnaie*. Juin 1922.

(4) Statistiques du Ministry of Labour et du Board of Trade.

L'indice général des prix de gros — comparé à l'indice 100 pour juillet 1914 — avait en mars 1920 atteint le chiffre de 325 ; il est progressivement descendu à 231 fin 1920, 170 fin 1921, 171 en juillet 1922, et 168 en octobre 1922.

Les prix de détail ont suivi avec un certain retard une courbe semblable. Après s'être élevés jusqu'à la fin de 1920, atteignant l'indice 265 au 1^{er} janvier 1921, ils ont depuis rapidement baissé : 219 au 1^{er} juillet 1921, 199 au 1^{er} janvier 1922, 184 au 1^{er} juillet 1922, 178 au 1^{er} octobre.

L'augmentation du prix de la vie relativement à 1914 n'est plus aujourd'hui que d'environ 75 %. Il en résulte naturellement que malgré la diminution des salaires nominaux réalisée depuis 1920, les salaires réels n'ont, tout compte fait, guère varié.

Ainsi la politique industrielle est venue compléter l'œuvre de la politique fiscale et monétaire, lui donner sa pleine efficacité, et par là-même sa justification véritable.

Comme conséquence, les prix de revient ont pu être abaissés de manière à permettre à l'industrie britannique de concurrencer tous les autres producteurs sur les marchés mondiaux. La tonne de fonte vaut £ 4.4 en Angleterre contre £ 4.8 en Allemagne, et 5.2 en France. L'acier Thomas vaut en Angleterre £ 6.15 contre £ 6.12 aux États-Unis, £ 7 en Allemagne, £ 7.10 en France (1). De quelque prix qu'il ait été

(1) *Bulletin de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques*, 23 juin 1922.

payé par ailleurs, ce double résultat vaut, semble-t-il, les efforts qu'il a pu coûter.

La baisse du coût de production a mis la Grande-Bretagne en mesure de commencer à reconquérir ses marchés extérieurs ; les statistiques du commerce extérieur en fournissent des symptômes assez nets. Si l'on calcule la valeur des exportations et réexportations sur la base des prix de 1913, de manière à pouvoir comparer les quantités importées, on obtient les chiffres suivants : 220 millions de livres pour le premier semestre 1922, contre 184 millions de livres pour le deuxième semestre 1921, et 162 millions de livres pour le premier semestre 1921. Certes, on est encore loin des chiffres d'avant-guerre (316 millions de livres au total pour le premier semestre 1913), mais on a par couru déjà une forte étape dans la voie du progrès.

Les exportations de charbon, toujours aux prix d'avant-guerre, sont, pour les six premiers mois, passées de 14 millions en 1920 et de 6 millions en 1921 à 27 millions en 1922. D'une période à l'autre, les exportations de cotons sous leurs diverses formes ont progressé de plus de 50 % pour les tissus et de près de 100 % pour les fils. Les sorties de produits sidérurgiques sont, de leur côté, passées de 11 à 18 millions de livres.

La reprise du commerce extérieur s'est, après un léger temps d'arrêt, accentuée encore pendant les tout derniers mois. La plus-value est due, ce qui est particulièrement satisfaisant, aux expéditions de produits manufacturés. Il est d'autre part significatif que les importations de matières premières destinées à

la transformation industrielle sont également en augmentation.

La production, de son côté, manifeste un progrès sensible. Celle du charbon, qui est à la base de l'économie britannique, s'est chiffrée, pour le premier semestre de 1922, par 119.740.000 tonnes contre 109.000.000 tonnes pour le deuxième semestre de 1921 et 55.000.000 tonnes pour le premier semestre de 1921 (1). On se rapproche des chiffres de 1913 qui accusaient pour l'année 287 millions de tonnes. La métallurgie est, elle aussi, en progrès : pour l'acier, la moyenne mensuelle de 1921 était tombée à 302.000 tonnes ; elle est remontée en janvier 1922 à 327.000 tonnes et en juillet 1922 à 473.000 tonnes. Pour la fonte, progression très analogue.

Cette reprise de la production a naturellement réduit l'importance du chômage ; après avoir augmenté depuis le milieu de 1920, le nombre des ouvriers sans travail avait atteint son maximum en juin 1921 (23,1 %), il ne représentait plus au 31 octobre 1922 que le pourcentage de 14,6 % ; c'est encore là évidemment un chiffre considérable et qui suffit à démontrer que la crise est loin d'être entièrement surmontée, mais le fait qu'il s'est abaissé de plus d'un tiers depuis quinze mois est bien néanmoins un indice de la reprise industrielle. Et puis, si le nombre des chômeurs est encore aussi grand, la faute n'en incombe-t-elle pas en partie à l'exagération des indemnités de chômage si généreusement dispensées ? On est en

(1) Production réduite, il est vrai, par suite de la grève des mineurs.

droit de se le demander. Il est un fait : c'est que depuis la guerre, l'émigration a cessé; jusqu'en 1914 on constatait un excédent de l'émigration sur l'immigration représentant en moyenne 250.000 individus; depuis lors tout excédent a disparu, si bien qu'il existe aujourd'hui en Angleterre 2 millions de personnes qui, semble-t-il, eussent normalement émigré. Défalcation faite des pertes de guerre, il subsisterait donc un surplus de population d'environ 1.200.000 âmes. L'arrêt de l'émigration ne serait-il pas dû au fait qu'en restant dans la mère patrie on est certain, grâce aux indemnités, de vivre même sans travailler — et faut-il chercher ailleurs une des causes principales du chômage ?

En vérité, quelque politique monétaire que l'Angleterre eût pu suivre, il n'y avait à la crise provoquée par la hausse exagérée des prix qu'un seul remède, qui était précisément la réduction de ces prix. L'opération, si pénible qu'elle fût, eût toujours été nécessaire, sous peine d'aboutir à l'arrêt total de la vie économique.

C'est moins à la politique monétaire qu'il faut en attribuer le résultat obtenu qu'à la politique industrielle. Mais l'une et l'autre procèdent du même état d'esprit, de la même résolution de revenir aux conditions économiques saines de jadis.

* * *

La déflation, nous croyons l'avoir prouvé, n'a pas fait le mal qu'on lui impute souvent. Elle n'a pas non plus fait tout le bien que certains attendaient

d'elle. Bien et mal se sont, pour une grande part, faits en dehors d'elle.

Est-ce à dire que la politique monétaire suivie ait été indifférente ? Non pas — tant s'en faut. Si ce n'est pas directement, c'est indirectement qu'elle a largement contribué au salut de l'économie nationale. L'inflation, en favorisant le gaspillage, la spéculation, l'accaparement et l'accumulation des stocks, avait provoqué une hausse de prix dépassant même l'augmentation des moyens de paiement. La politique d'assainissement monétaire a créé l'état de choses et l'état d'esprit contraires. Le *déflationnisme* est une volonté. Il a pour une large part provoqué le courageux effort fiscal qui seul a pu remettre les finances en équilibre, chasser à jamais le spectre de l'inflation, réapprécier le crédit de l'État, ramener la livre presque au pair de l'or et rendre à Londres sa suprématie financière.

Aussi bien, pour juger les effets de la politique monétaire de l'Angleterre, convient-il de ne pas la dissocier de l'ensemble de la politique économique. Nous avons assez indiqué les liens étroits qui l'unissent à la politique financière, fiscale, industrielle : on pourrait presque dire qu'en soi-même elle n'est rien ; elle fait partie d'un tout dont elle constitue un élément essentiel. C'est ce tout qu'il faut juger. Les résultats en sont-ils heureux ? Quoi qu'on en ait dit, ce n'est pas douteux.

Tout d'abord, les finances publiques sont en ordre et le budget en équilibre. Bien mieux : en même temps que l'on comprime — insuffisamment encore — les dépenses, conformément à certaines suggestions

de la Commission Geddes, on est en mesure de diminuer les recettes, en d'autres termes les impôts. L'income-tax pour 1922-1923 est abaissé de 6 à 5 sh. par livre. Les droits d'entrée sur le café et sur le thé, boisson nationale, sont réduits de 36 %. La réduction totale est de 26 millions de livres. Sans doute certains procédés et certaines évaluations du Chancelier de l'Echiquier peuvent-ils être discutés. Il n'en reste pas moins que l'équilibre budgétaire apparaît comme sauvegardé, en dépit d'une diminution d'impôts dépassant deux milliards et demi de francs, au cours du change. Les contribuables trouvent cet allègement insuffisant; il faut cependant reconnaître qu'il n'est pas négligeable et que peu de pays peuvent se féliciter d'avoir obtenu un tel résultat.

Ainsi, par l'équilibre budgétaire, est écartée la crainte, qui domine encore tant d'États, de voir renaître, avec ses conséquences désastreuses pour l'ordre social, le fléau de l'inflation. La hausse du taux de l'escompte et la restriction des crédits bancaires, mesures appuyées par la réglementation des Currency notes, ont, comme il était désirable, contribué à arrêter le développement de la spéculation et à replacer sur des bases saines une production qui avait perdu tout souci du prix de revient; elles ont collaboré à la réappréciation extérieure et intérieure de la livre.

Le change sur New-York et la baisse des prix en Angleterre traduisent ce double phénomène. La dépréciation de la livre par rapport au dollar, c'est-à-dire à l'or, n'est plus que de 5 %, alors qu'elle a en 1920 dépassé 31 %. De 3,54 au 31 décembre 1920, la

livre est remontée à plus de 4 au printemps de 1921 pour redescendre cependant à 3,72 1/4, le 30 juin, par suite de la grève des mineurs. Cette grève terminée, la livre se réapprécie pour finir l'année à 4,20. En mars 1922, elle est à 4,38, en juillet à 4,41, en décembre à 4,69. Résultat d'autant plus remarquable qu'il a coïncidé avec un important remboursement de la dette contractée aux États-Unis, ce qui supposait des achats de dollars contrariant le mouvement de hausse de la livre.

Un élément a d'ailleurs contribué fortement à la bonne tenue du change anglais. Nous avons vu combien est importante la part des mines britanniques dans la production mondiale de l'or : le métal précieux provenant de l'Afrique du Sud, dirigé d'abord sur Londres, est, en règle générale, expédié de là sur les États-Unis — devenus comme on sait le grand réservoir de l'or. Les envois d'or de provenance britannique aux États-Unis, d'avril à décembre 1922, ont atteint 22 1/2 millions de livres. Dans le cours de 1921-1922 : ils se sont élevés à 55 millions (1). Cet afflux considérable d'or aux États-Unis provoque naturellement dans ce pays une inflation d'une nature particulière et y déprécie plus ou moins le métal jaune. L'écart entre les cours du dollar et de la livre tend par cela même à diminuer et la réappréciation de la livre par rapport à une monnaie d'or s'opère dans une certaine mesure indépendamment de toute déflation en Angleterre.

On peut donc entrevoir le moment où la livre ayant

(1) *Daily Mail*, 14 décembre 1922.

sur le marché des changes, atteint le pair, et la situation de la balance des comptes permettant d'éviter de trop forts drainages pour l'exportation (1), le libre marché de l'or pourra être rétabli sans restriction d'aucune sorte. La convertibilité absolue de la livre papier sera assurée — d'autant plus que la circulation métallique ne sera vraisemblablement pas reprise à l'intérieur du pays et que, par conséquent, il ne sera fait qu'un faible usage de ladite convertibilité. Remarquons d'ailleurs combien la position de la Banque d'Angleterre s'est à cet égard améliorée ; l'encaisse or, de 35 millions de livres en août 1914, s'est élevée à 127 millions en août 1922 ; elle s'est donc multipliée par $3 \frac{3}{4}$. La réserve or des Currency notes est de son côté de $27 \frac{1}{2}$ millions. Or la circulation de billets du Trésor et de la Banque est aujourd'hui au total de 393 millions. La couverture métallique est donc dès maintenant de près de 40 %.

Si Londres n'a pas encore entièrement reconquis la situation à la fois flatteuse et rémunératrice qu'il occupait autrefois comme centre financier du monde, il s'en faut de peu. Le progrès presque constant qu'atteste la courbe des changes permet à cet égard toutes les espérances. La concurrence victorieuse de New-York n'est plus à redouter ; selon la parole récente de M. Lloyd George : « La livre ne craint pas le dollar. Bientôt sans doute une traite sterling vaudra,

(1) Voir p. 170 les statistiques du Commerce Extérieur, qui constituent un élément important de cette balance : on constate que le déficit décroît d'année en année dans de très fortes proportions.

comme autrefois, de l'or ». Alors la stabilité si précieuse de l'étalon des valeurs sera récupérée et la monnaie nationale sera de nouveau réellement la monnaie internationale. D'ores et déjà Londres est redevenu la place où le monde entier vient emprunter parce que c'est là que le loyer de l'argent est le plus faible : l'importance des emprunts étrangers et coloniaux effectués à Londres en 1922 en est la preuve. L'abaissement du taux de l'escompte au chiffre exceptionnellement bas de 3 %, réagissant sur le taux de l'intérêt, permet aujourd'hui aux affaires de se procurer des ressources dans des conditions favorables, et la reprise économique n'en peut être que facilitée.

En même temps que diminue le taux de l'intérêt, le crédit public s'améliore : les consolidés, dont le prix était tombé à 46 en 1920, est remonté à près de 60 en juillet 1922. Le taux de capitalisation des emprunts de guerre s'abaisse dans des proportions analogues : pour le 4 %, par exemple, 5 25 %, en juin 1920, 4,42 %, en juin 1922. Remarquons ce résultat : la valeur, relativement à l'or, de l'unité monétaire anglaise, a augmenté de 11 % en deux ans ; le crédit public pendant ce temps a progressé de 11 %. Le synchronisme est frappant et paraît donner raison aux déflationnistes qui repoussaient la crainte de voir le retour à l'étalon d'or rendre écrasant le fardeau de la dette. En fait, la livre aujourd'hui vaut 93 % du pair : cependant les arrérages de la dette sont payés, et les recettes budgétaires y suffisent. D'autre part le taux des bons du Trésor est de son côté tombé de 6 1/2 % en 1920 à 2 1/2 % en 1922, et

si l'on songe que les bons en circulation représentent encore aujourd'hui plus de 700 millions de livres, on voit quel est l'ordre de grandeur de l'économie réalisée. Voilà pour le présent. Pour l'avenir, il suffit de constater l'amélioration du crédit pour entrevoir — indépendamment de l'amortissement annuel de la dette — les possibilités de conversions relativement prochaines et par suite une sérieuse diminution progressive des charges nationales (1).

Point capital qui permet de répondre à l'une des principales objections faites au *déflationnisme*. C'est dans les conversions loyales et non dans une inflation spoliatrice qu'il faut chercher l'allègement des charges publiques.

Cette restauration du crédit britannique, aucune autre politique monétaire que celle qui fut suivie ne pouvait la donner. Moins encore eût-elle pu amener le rétablissement du rapport existant autrefois entre les diverses catégories sociales. Soutiendra-t-on que ce rétablissement ne s'imposait pas, que l'ajustement se serait opéré progressivement par la force même des choses, et qu'au surplus il n'y a rien d'anormal à ce que des conditions nouvelles d'existence sociale amènent une modification des situations relatives ?

Les iniquités provoquées par la diminution de valeur de la monnaie n'en sont pas moins choquantes ; les diverses catégories d'individus ont eu des possibilités très différentes de réaction contre les effets

(1) Voir page 80 la note sur les dates auxquelles les conversions deviennent juridiquement possibles.

de la dépréciation de l'unité monétaire. Beaucoup d'entre elles ont été lésées en raison même de la faiblesse de leur défense : or la politique monétaire tendant à rétablir des conditions économiques normales, c'est-à-dire les conditions d'avant-guerre, réparait en grande partie cette longue série de dommages et d'injustices. Seule elle satisfaisait à la fois à l'esprit de justice et aux intérêts bien compris de la nation.

Mais une question importante se pose. Les résultats obtenus peuvent-ils être considérés comme définitivement consolidés ? La circulation des Currency notes, avons-nous dit, s'est contractée surtout parce qu'une partie des pouvoirs d'achat disponibles a cessé d'être employée pour les transactions de détail. N'y a-t-il pas à craindre que sous l'influence d'une reprise économique, — le public recommençant à utiliser ses fonds, les achats au comptant se multipliant, les règlements de salaires prenant plus d'importance — le besoin ne se fasse sentir de transformer en billets une plus forte fraction des crédits en banque ? L'émission des Currency notes ne risquera-t-elle pas alors de se heurter à la limite supérieure qui lui a été assignée — savoir le maximum atteint l'année précédente ?

Il n'y a pas à se dissimuler que ce danger existe. Les besoins de la circulation croîtront avec l'intensité commerciale. La limitation prévue pourra-t-elle alors être respectée ? C'est peu probable — car il en résulterait une inadmissible entrave au développement des affaires : rien ne prévaudra contre la nécessité de l'élasticité monétaire. Par la force des choses, on sera amené à renverser la fragile barrière du maxi-

mum théorique. On y sera d'autant plus incité que l'Act de 1914, toujours en vigueur, permettra de le faire sans intervention parlementaire, sur la seule autorisation de la Trésorerie. Et vraisemblablement le mal ne sera pas grand. S'il ne s'agit que de réduire en billets des crédits de banque, il n'y aura pas réellement création de pouvoir d'achat nouveau, mais simple changement dans la forme de l'inflation ; il y aura aussi, il est vrai, utilisation plus grande du pouvoir d'achat existant, et les prix s'en ressentiront. Mais ce qui alors importera, ce sera que les crédits en banque ne s'enflent pas outre mesure. Plus que jamais les règles d'une stricte prudence s'imposeront aux sociétés de crédit.

Il faut, d'autre part, observer que la reprise économique supposera une production plus abondante : l'inflation qui pourrait alors se produire, si elle se tient dans des limites raisonnables, se trouvera probablement, au bout d'un temps plus ou moins long, compensée par un accroissement de la masse des produits, et ne méritera plus, à proprement parler, le nom d'inflation.

Tant qu'on évitera la pure et simple *fabrication d'argent* par l'Etat, sans contre-partie, le danger demeurera restreint. C'est la politique financière du Gouvernement qui constitue la clef de voûte de la question monétaire : nous avons assez mis en relief cette vérité.

On peut quand même se demander si de nouvelles émissions de Currency notes n'influeront pas fâcheusement sur la convertibilité en or de ces billets — convertibilité qui est à la base du retour à l'étalon d'or.

Il ne nous semble pas que le risque soit aussi grand qu'on pourrait tout d'abord le croire. Nous avons déjà indiqué en effet, que l'usage de l'or pour les transactions intérieures est tout à fait inutile, et ne sera probablement pas repris. Il suffira d'assurer la convertibilité en or dans les cas où l'exportation sera nécessaire : et ces cas seront relativement rares si, la livre une fois revenue au pair, une inflation démesurée ne vient pas la déprécier à nouveau, et si la balance générale des comptes n'est pas par trop défavorable à l'Angleterre. L'examen des faits actuels permet à cet égard d'être optimiste.

* * *

Arrivés au terme de cette étude, dégageons les enseignements positifs que nous sommes en droit d'en tirer.

L'Angleterre a presque entièrement réalisé son œuvre d'assainissement monétaire et il est certain qu'elle la parachèvera dans un avenir plus ou moins proche. Ce résultat remarquable a été obtenu beaucoup moins par une action d'ordre proprement monétaire que par une saine et vigoureuse politique financière : poussée par le désir de restaurer l'ancien étalon d'or, l'Angleterre a mis son budget en équilibre et définitivement écarté tout danger d'inflation nouvelle. C'est la transformation des déficits budgétaires en excédents permettant la réduction — déjà considérable — de la dette publique, qui a été la cause réelle de la très heureuse réappréciation extérieure et intérieure de la livre. Ce souci d'assainir la

circulation fiduciaire a rempli un utile office d'aiguillon ; le rôle capital, c'est la politique fiscale qui l'a joué.

Par elle-même, la politique monétaire est peu de chose : on a cherché en Angleterre à provoquer une contraction des pouvoirs d'achat, et malgré l'énergie déployée, on y est à peine parvenu. La déflation constatée — loin d'être la cause de la crise commerciale — en a été dans une grande mesure la conséquence. L'action déflationniste n'a été qu'une manifestation de l'effort d'ensemble accompli par l'Angleterre pour redresser sa situation économique. C'est cet effort, réalisé dans le domaine de l'industrie comme dans celui des finances publiques, qu'il convient de retenir. Reconnaissons qu'il a été poursuivi avec un courage et une ténacité rares.

Frapper à la bourse des contribuables de toutes catégories, s'attaquer aux salaires du prolétariat tout entier, réduire au minimum la marge des profits industriels, restreindre les crédits mis à la disposition du public, tout cela ne pouvait s'opérer sans douleur. Il a fallu à tous, gouvernants et contribuables, patrons et salariés, une robuste énergie pour supporter sans défaillir le choc opératoire. On ne saurait douter que l'opération ne fût nécessaire. A-t-elle réussi ? On peut le croire. Les progrès indéniables que nous avons signalés prouvent que la convalescence est en cours : l'organisme n'est pas encore guéri, mais il est assaini, il est prêt maintenant à affronter la lutte économique sur tous les points du globe et il aura retrouvé toute sa vigueur le jour où il aura besoin de s'en servir pleinement. Quelles qu'aient pu être ses erreurs dans

bien d'autres domaines, en celui-là l'Angleterre a vu juste. Souhaitons que la leçon de choses qu'elle a ainsi donnée au monde ne soit pas inutile et que, entre tous les pays, celui qui nous est cher sache en tirer profit ; souhaitons que ses dirigeants aient le courage de lui en faire comprendre la portée. L'exemple est instructif ; il n'y a de salut pour la France que dans la mesure où ses forces, sa clairvoyance et son énergie lui permettront de le suivre.

VU :

Le Doyen,
BERTHELEMY.

VU :

Le Président de la thèse,
CH. RIST.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
APPEL.

BIBLIOGRAPHIE

- Economist*. — Statistiques, articles, correspondance. 1918-1922. (Notamment les *Banking numbers* de mai et d'octobre de chaque année.)
- Statist.* — Statistiques, articles, correspondances. 1918-1922.
- Economiste européen*. — Chronique monétaire périodique. 1918-1922.
- Economiste français*. — Correspondance périodique de Londres. 1918-1922.
- G. VISSERING. — Notes pour la Conférence financière de Gênes, 1922.
- J. LEPREUX. — Notes pour la Conférence financière de Gênes, 1922.
- R. G. HAWTREY. — *Communication à la Société royale d'économie politique*, 1922 : La déflation aux États-Unis.
- La politique monétaire et financière de la France (*Semaine de la Monnaie*. 1922.)
- Moniteur des intérêts matériels*. — 1921 : Le retour à l'or. 1922 : Les systèmes de déflation.
- HARTLEY WITHERS. — *The meaning of money*, 1907. *Our money and the state*, 1916. *War and Lombard Street*, 1918.
- E. CANNAN. — *Money*. 1921.
- E. SYKES. — *Banking and Currency*. 1914-1918.
- J. S. NICHOLSON. — *War Finance*. 1917-1918. *Inflation*, 1919.
- J. M. KEYNES. — *La reconstruction de l'Europe*. 1922 (articles divers).

- Sir E. HOLDEN. — *Discours aux Assemblées générales de la London City and Mildand Bank, 1917-1919.*
- R. Mac KENNA. — *Discours aux Assemblées générales de la London City and Mildand Bank. 1920-1921.*
- Ch. RIST. — *Cours d'économie politique, 1919-1920. (Les banques d'émission et de dépôt pendant et après la guerre).*
- A. MAWAS. — *Le système monétaire anglais depuis la guerre. 1921.*
- C. LACHAPELLE. — *Les finances britanniques. 1920.*
- Journal des Débats.* — *Chroniques financières périodiques. 1919-1922.*
- Bulletin de la Société d'études et d'informations économiques.* — *Correspondance périodique d'Angleterre. 1920-1922.*
-

APPENDICE

Documents statistiques

	CIRCULATION DE BILLETS des banques d'Angle- terre et d'Écosse	CURRENCY NOTES		CIRCULATION FIDUCIAIRE TOTALE (1)
		ÉMISSION	FRACTION	
		TOTALE	FIDUCIAIRE	
	millions de liv.	millions de liv.	millions de liv.	millions de liv.
Fin 1913	37.3			37.3
Juillet 1914		0	0	
Fin 1914	43.6	38.4	19.9	64.5
Juin 1915		46.5	18.0	
Fin 1915	47.8	103.1	72.6	120.4
Juin 1916		122.0	93.5	
Fin 1916	55.1	150.1	121.6	176.7
Juin 1917		161.6	133.1	
Fin 1917	64.9	212.7	184.2	249.1
Juin 1918		252.9	224.4	
Fin 1918	95.4	323.2	295.7	391.1
Juin 1919		342.3	313.8	
Fin 1919	119.3	356.1	323.5	442.2
Juin 1920		357.3	305.4	
Fin 1920	162.2	367.6	319.6	481.8
Juin 1921		323.8	275.9	
Fin 1921	151.2	325.5	277.6	428.8
Juin 1922		295.3	247.4	
Fin 1922	124.8 (2)	301.3	253.4	398.2 (3)

(1) Circulation des billets des banques d'Angleterre, d'Écosse, et fraction fiduciaire des Currency Notes.

(2) Banque d'Angleterre seule. Les billets de la banque d'Écosse paraissent, à cette date, pouvoir représenter une vingtaine de millions de livres.

(3) Chiffre approché.

	DÉPOTS à la BANQUE D'ANGLETERRE (publics et privés)	DÉPOTS dans les JOINT STOCK BANKS D'ANGLETERRE	DÉPOTS dans toutes les BANQUES importantes du Royaume-Uni (1)
	Millions de livres	Millions de livres	Millions de livres
30 juin 1914		751.0	
Fin 1914	154.9		
30 juin 1915		945.0	
Fin 1915	161.6		
30 juin 1916	155.6	922.1	
Fin 1916	178.8		
30 juin 1917	164.3	1.073.2	
Fin 1917	166.1		
30 juin 1918	164.6	1.355.7	
Fin 1918	172.6		2.029.3
30 juin 1919	155.7	1.761.9	
Fin 1919	199.8		2.389.8
30 juin 1920	191.7	1.867.4	
Fin 1920	189.8		2.481.4
30 juin 1921	147.0	1.887.2	
Fin 1921	122.5		2.436.8
30 juin 1922	131.4	1 857.0	

(1) Y compris la Banque d'Angleterre. Irlande exceptée.

**Disponibilités monétaires totales du Royaume-Uni
(Angleterre et Ecosse), 1913-1921.**

*(Circulation des billets des Banques d'Angleterre et d'Ecosse)
Fraction fiduciaire de Currency Notes
Dépôts dans toutes les Banques d'Angleterre et d'Ecosse*

	Millions de livres.
Fin 1913	1.087.0
— 1918	2.420.4
— 1919	2.832.6
— 1920	2.963.4
— 1921	2.846.1

*Comptes financiers publics de la Grande-Bretagne
(en milliers de Livres) :*

31 Mars.	Recettes.	Dépenses.
1912-13	188.802	188.622
1913-14	198.243	197.493
1914-15	226.694	563.473
1915-16	336.767	1.558.958
1916-17	573.428	2.198.112
1917-18	707.234	2.697.221
1918-19	889.020	2.579.301
1919-20	1.339.571	1.665.772
1920-21	1.425.984	1.195.427
1921-22	1.124.879	1.079.186

Décomposition de la dette publique de la Grande-Bretagne.

	DETTE INTÉRIEURE (1)	DETTE EXTÉRIEURE (2)
	Millions de livres	Millions de livres
31 mars 1910	762.5	
— 1914	707.7	0
— 1915	1.162.0	0
— 1916	2.189.8	60
— 1917	3.906.4	367
— 1918	5.921.0	988
— 1919	7.482.0	1.292
31 décembre 1919	8.079.0	1.357
31 mars 1920	7.876.0	1.232
31 décembre 1920		1.164
31 mars 1921	7.623.0	1.132
31 décembre 1921	7.799.0	1.097
31 mars 1922	7.721.0	1.087
31 décembre 1922	7.835.0	1.082 (3)

(1) Comptes publiés périodiquement par l'*Economist*.

(2) Représentée dans les comptes officiels, publiés périodiquement, sous les rubriques " Other Debt " et " Emprunt américain ".

(3) Chiffre approché.

Dette flottante de la Grande-Bretagne.

	AVANCES PAR VOIES ET MOYENS		BONS	TOTAL
	AVANCES de la banque d'Angle- terre	AVANCES des départe- ments publics	du TRÉSOR	
	millions de liv.	millions de liv.	millions de liv.	
31 mars 1914 . . .	0	0	14	14
31 mars 1919 . . .	455		957	1.412
30 juin 1919. . . .	529	245	796	1.570
12 juillet 1919. . .	703	226	628	1.558
30 août 1919 . . .	199	188	817	1.205
30 septembre 1919.	203	190	851	1.244
31 décembre 1919.	56	187	1.106	1.349
31 mars 1920 . . .	0	204	1.107	1.312
30 juin 1920. . . .	69	173	1.050	1.293
30 septembre 1920.	0	143	1.138	1.281
31 décembre 1920.	87	218	1.102	1.408
31 mars 1921 . . .	0	154	1.120	1.275
30 juin 1921. . . .	39	113	1.221	1.373
15 octobre 1921 . .	46	159	1.150	1.355
31 décembre 1921.	20	180	1.059	1.259
31 mars 1922 . . .	0	147	882	1.029
30 juin 1922. . . .	40	164	760	965
14 octobre 1922 . .	9	180	733	922
31 décembre 1922.	16	206	719	941

Taux de l'escompte à Londres (1914-1922) :

	Pour 100.
8 janvier 1914	4 1/2
22 janvier 1914	4
29 janvier 1914	3
30 juillet 1914	4
31 juillet 1914	8
1 ^{er} août 1914.....	10
6 août 1914.....	6

	Pour 100
8 août 1915.....	5
8 août 1915.....	5
13 juillet 1916	6
18 janvier 1917.....	5 1/2
5 avril 1917.....	5
5 avril 1918.....	5
6 novembre 1919	6
15 avril 1920.....	7
28 avril 1921.....	6 1/2
23 juin 1921	6
21 juillet 1921.....	5 1/2
3 novembre 1921	5
16 février 1922.....	4 1/2
13 avril 1922.....	4
15 juin 1922	3 1/2
13 juillet 1922.....	3

*Cours du change de Londres sur New-York
(Livres en Dollars) :*

	Pour 100
Janvier 1914	4,81 1/2
Juillet 1914	4,87 5/8
Janvier 1915	4,85 1/2
Juillet 1915	4,77 1/8
Janvier 1916	4,77 3/8
Juillet 1916	4,76 3/8
Janvier 1917	4,76 3/8
Juillet 1917	4,76 3/8
Janvier 1918	4,76 3/8
Avril 1918	4,76 1/3 3/2
Juillet 1918	4,76 1/3 3/2
Octobre 1918	4,76 1/2
Janvier 1919	4,76 1/2
Avril 1919	4,68 1/4
Juillet 1919	4,50 3/4
Octobre 1919	4,23 1/4
Janvier 1920	3,78 3/4
Avril 1920	3,87
Juillet 1920	3,95 15/16

	Pour 100
Octobre 1920	3,48 3/4
Janvier 1921.....	3,54 1/2
Avril 1921	3,92 1/2
Juillet 1921	3,72 7/8
Octobre 1921	3,72 5/8
Janvier 1922.....	4,20
Avril 1922.....	4,38 1/2
Juillet 1922	4,41
Octobre 1922.....	4,43 1/2
Décembre 1922.....	4,65

Cours des fonds d'état (1913-1922).

(FONDS BRITANNIQUES A LONDRES)

Cours du consolidé 2 1/2 %

	Pour 100
Fin 1913	74 5/8
— 1914	75
— 1915	71
— 1916	58
— 1917	55
— 1918	55 1/4
— 1919	53 1/4
— 1920	47
— 1921	48 1/2
— 1922	55 1/2

Cours du 4 % (Victory Bonds).

	Pour 100
Fin 1919.....	80 1/4
Juin 1920.....	76 1/4
Fin 1920.....	81 1/2
Juin 1921.....	77 1/4
Fin 1921.....	80
Juin 1922.....	89 1/4
Fin 1922	88 1/2

Commerce extérieur britannique (1913-1922)
(En millions de livres)

		Exportations et	
	Importations.	Réexportations.	Déficit.
1913	768	634 8	133 9
1914	696 6	526 1	170 5
1915	851 9	483 9	368
1916	948 5	604 3	344 2
1917	1.064 1	596 8	467 4
1918	1.319 3	529 4	789 9
1919	1.631 9	962 6	669 3
1920	1.932 6	1.557 2	375 4
1921	1.086 6	810 2	276 4
1922	1.003 9	824 3	179 6

Chiffres caractéristiques du Commerce intérieur britannique
(d'après le Country Clearing) 1916-1922 :

	Livres.
1916	1.872.451.000
1917	2.444.190.000
1918	2.736.273.000
1919	3.386.768.000
1920	4.072.220.000
1921	3.002.179.000
1922	2.806.165.000

*Indices des prix de gros et de détail en Grande-Bretagne
(1914-1922) :*

		Prix de Gros de l' <i>Economist</i> .			Prix de détail (Coût de la vie du Ministère du Travail).
1914	31 juillet ...	100	31 juillet 1914...		200
1916	31 décembre	192	1 ^{er} janvier 1917..		187
1917	30 juin.....	220	1 ^{er} juillet 1917...		204
—	31 décembre	228	1 ^{er} janvier 1918..		195
1918	30 juin.....	238	1 ^{er} juillet 1918...		205
—	31 décembre	236	1 ^{er} janvier 1919..		220
1919	30 mars....	217	1 ^{er} avril 1919....		210
—	30 juin.....	241	1 ^{er} juillet 1919...		210
—	30 septemb.	253	1 ^{er} octobre 1919.		220
—	31 décembre	287	1 ^{er} janvier 1920..		225
1920	30 mars....	325	1 ^{er} avril 1920....		232
—	30 juin.....	305	1 ^{er} juillet 1920...		254
—	30 septemb.	293	1 ^{er} octobre 1920..		264
—	31 décembre	231	1 ^{er} janvier 1921..		265
1921	30 mars....	198	1 ^{er} avril 1921....		233
—	30 juin.....	183	1 ^{er} juillet 1921...		219
—	30 septemb.	192	1 ^{er} octobre 1921..		210
—	31 décembre	170	1 ^{er} janvier 1922..		199
1922	30 mars....	167	1 ^{er} avril 1922....		182
—	30 juin.....	171	1 ^{er} juillet 1922...		184
—	30 septemb.	163	1 ^{er} octobre 1922..		178
—	31 décembre	166	1 ^{er} janvier 1923..		178

*Variations des salaires des ouvriers britanniques
(1917-1922) :*

				Augmentation hebdomadaire de Livres.
1917.	Sur 5.029.000	ouvriers ..		2.307.000
1918.	Sur 5.654.000	— ..		2.783.000
1919.	Sur 5.000.000	— ..		2.432.000
1920.	Sur 7.720.000	— ..		4.737.000
				Diminution de Livres.
1921.	Sur 7.100.000	— ..		6.006.000
1922.	Sur 7.600.000	— ..		4.200.000

Chômage en Grande-Bretagne (1914-1922) :

	Pour 100 par rapport au nombre de Travailleurs.
Juin 1914.....	1,9
Décembre 1918.....	1,2
Juin 1919.....	1,7
Décembre 1919.....	3,2
Juin 1920.....	1,2
Décembre 1920.....	6,0
Juin 1921.....	23,1
Décembre 1921.....	16,5
Juin 1922	15,6
Décembre 1922.....	14,0

TABLE DES MATIÈRES

	Pages.
INTRODUCTION	I
CHAPITRE PREMIER. — Le régime et le marché monétaire anglais. — Leur bouleversement pendant la guerre et la situation monétaire au moment de l'armistice .	1
CHAPITRE II. — Les principes directeurs de la politique monétaire anglaise. /	39
CHAPITRE III. — Les applications de la politique moné- taire anglaise depuis l'armistice.	87
CHAPITRE IV. — Les effets de la politique monétaire anglaise	125
BIBLIOGRAPHIE.	161
APPENDICE. — Documents statistiques.	163

ORLÉANS. — IMPRIMERIE ORLÉANAISE, 68, RUE ROYALE
